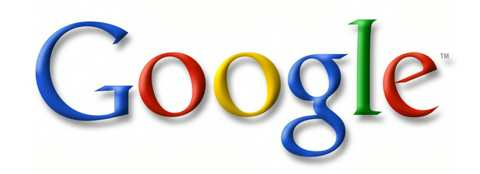
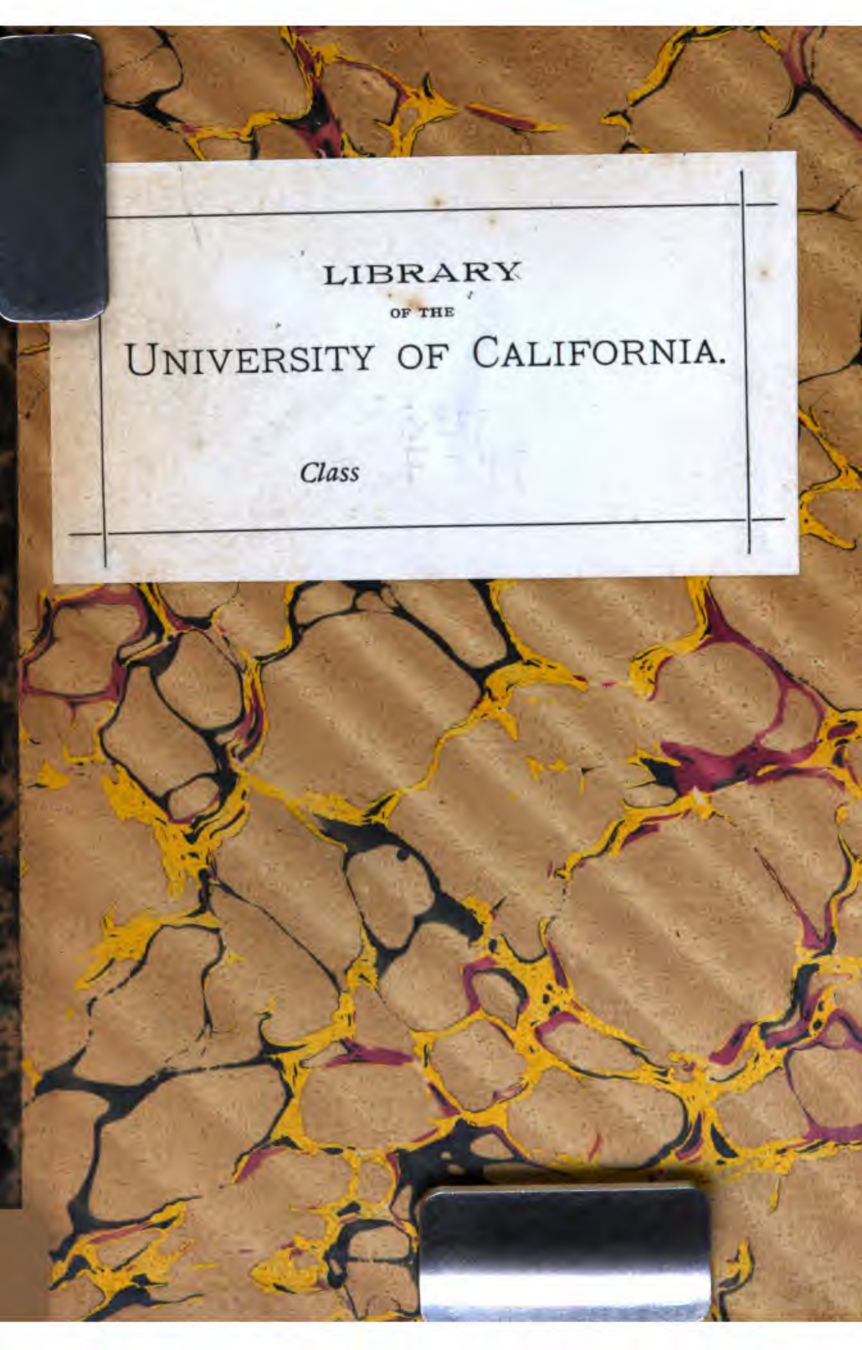



UC-NRLF
$B 243 233


LIBRARY
OF THE
UNIVERSITY OF CALIFORNIA.
Class



JEAN FAVRE

LES CHANGES DÉPRÉCIÉS

ÉTUDES THÉORIQUES ET PRATIQUES

PRÉFACE PAR

RAPHAËL-GEORGES LÉVY
Professeur à l'École libre des sciences politiques.

PARIS
LIBRAIRIE CHEVALIER ET RIVIÈRE
RUE JACOB, 30
M CM VI

LES

CHANGES DÉPRÉCIÉS

l'utilité de réformes de ce genre et nous expose les principes qui doivent y présider. La République Argentine fournit le premier exemple des abus qu'engendre le cours forcé et des difficultés qu'éprouve un pays à se débarrasser du papier-monnaie une fois installé dans la communauté. Le projet du ministre Terry, qui propose d'instituer l'argentino d'or égal au franc, paraît avoir des chances sérieuses de succès.

La stabilisation de la piastre au Mexique marche plus vite. Ce pays, dont le développement financier et économique est, depuis une vingtaine d'années, en progrès ininterrompu, a eu le courage de démonétiser l'argent, bien qu'il soit le principal producteur de ce métal. Mais il a compris qu'il était indispensable, pour la régularité de son commerce et la fixité de ses budgets, d'avoir le même étalon que la presque unanimité des grandes nations modernes, l'or.

Celui-ci s'extrait tous les ans en quantités croissantes : en 1905, le Transvaal, l'Amérique, la Russie et nombre d'autres contrées en ont fourni pour une valeur de près de deux milliards de francs, et rien n'indique qu'au cours des pro-

*chaines années ce chiffre ne doive pas être aisément maintenu, sinon dépassé. Parallèlement l'argent, non seulement n'a pas baissé, mais a fait preuve, depuis le commencement du XX*e *siècle, d'une fermeté remarquable. Après avoir perdu un moment près des sept dixièmes du cours coté lorsque le célèbre rapport de 15 grammes 1/2 d'argent pour 1 gramme d'or régnait dans l'Union latine et dans le reste du monde, il se traite aujourd'hui à Londres aux environs de 30 pence l'once standard, ce qui correspond à 31 grammes d'argent pour 1 gramme d'or : la perte du métal blanc n'est donc plus guère que de moitié. Il est encore demandé en quantités considérables par la Chine et l'Inde et sert partout à frapper les monnaies divisionnaires, dont la somme augmente tous les ans. En y ajoutant les emplois industriels, on s'explique que la production ait pu se maintenir à peu près au niveau de 1893, soit 165 millions d'onces, sans faire baisser le prix et en lui permettant même de se relever dans la proportion que nous venons d'indiquer.*

Depuis que M. Favre a écrit son étude sur le change espagnol, une amélioration considérable

s'est produite : de 30 pour 100 de prime l'or est tombé à Madrid à 16 pour 100, c'est-à-dire qu'il suffit aujourd'hui de 116 pesetas pour obtenir 100 francs, ou ce qui revient au même, 100 pesetas d'or, qui s'échangeaient il y a peu de temps contre 130, et, il y a deux ans, contre 140 pesetas de papier ou d'argent. Les obstacles qu'opposaient à cette détente, justifiée par la situation budgétaire et économique de l'Espagne, des intérêts particuliers, mal entendus, ont cédé devant la logique des faits : une réforme plus énergique encore de la Banque d'Espagne ramènera le change au pair, c'est-à-dire au point où il se trouvait il y a une vingtaine d'années.

Après avoir ainsi étudié trois pays où l'assainissement de la monnaie est effectué ou à la veille de l'être, M. Favre examine le Maroc et émet certaines idées qu'il sera intéressant de discuter lorsque la conférence d'Algésiras aura terminé ses travaux.

Le problème chinois qu'il aborde ensuite est caractérisé par deux traits : pour le Céleste, la monnaie est un poids plutôt qu'une valeur, et les poids en usage à cet effet varient de province à

province. La grande intelligence commerciale des Chinois permettra évidemment, à un moment donné, de les doter d'une saine monnaie, et très probablement d'introduire chez eux d'emblée l'étalon d'or : mais il faudra quelque temps pour pénétrer les masses profondes de ces centaines de millions d'hommes.

L'Indo-Chine française devra sans doute, comme les autres contrées d'Extrême-Orient, arrêter la frappe libre de la piastre d'argent, mais M. Favre croit qu'elle gardera celle-ci comme étalon. Il appuie principalement son argumentation sur la nécessité de conserver le métal blanc à raison du commerce de notre empire d'Extrême-Orient avec la Chine, le Japon, Hong-Kong, Singapour, le Siam, commerce dont le chiffre dépasse le mouvement de ses échanges avec l'Europe. Mais, sauf la Chine, les pays en question sont à l'étalon d'or, et la Chine y marche : nous pensons que l'Indo-Chine, à un moment donné, devra suivre l'exemple des autres grandes communautés asiatiques. M. Favre lui conseille d'attendre pour cela que la Chine l'ait précédée dans cette voie.

Quand M. Favre, dans son chapitre intitulé

« Les mouvements de l'or entre les États-Unis et l'Europe », nous dit que l'or a une tendance à se transporter là où il trouve les emplois les plus avantageux, nous devons faire certaines réserves ; car, ainsi exprimé, ce principe devrait nous amener à la conclusion que l'or afflue sur les places où l'intérêt des capitaux est le plus élevé, et nous aurions peine, à la lumière de cette explication, à comprendre l'afflux incessant du métal jaune dans les caves de la Banque de France, dont les taux d'escompte et d'avance n'ont guère cessé, depuis bien des années, d'être à peu près les plus bas du monde. M. Favre explique du reste très clairement les conditions dans lesquelles se produisent les mouvements d'or entre l'Amérique et la France. Son dernier chapitre, qui traite des troubles monétaires aux États-Unis, rappelle les défauts de la circulation américaine, si souvent mis en lumière par tant d'économistes et de financiers, à commencer par les Américains eux-mêmes. Il critique, après bien d'autres, l'émission des billets de banques nationales gagés par un dépôt de rentes fédérales et montre la faiblesse de ce système qui fait reposer la circulation du pays exclusivement sur le crédit de l'État. Ce principe est

mauvais ; il n'a pas de conséquence fâcheuse, en ce moment, chez nos voisins d'outre-Atlantique, parce que le pays est en merveilleux développement, que sa prospérité économique est considérable et que la Confédération jouit d'un crédit de premier ordre. Il n'en est pas moins certain que la circulation des Banques Nationales ne peut pas s'adapter aux exigences du commerce et de l'industrie, et qu'il vaudrait mieux qu'elle pût se contracter où s'étendre selon ces besoins, sans être directement influencée par les mouvements de la Dette publique.

Tel est le résumé du volume que nous présentons au public, avec la profonde sympathie que nous avons pour son auteur, un de ces nombreux jeunes gens que nous sommes heureux de voir travailler en France à l'étude des questions économiques. En nous demandant d'inscrire notre nom au frontispice de son œuvre, M. Jean Favre n'a pas réclamé notre adhésion à toutes les idées semées au cours des pages qu'il a écrites sur des sujets divers, d'une importance extrême, et dont chacun mérite, il le sait bien, des développements beaucoup plus étendus. Ce sont là les matériaux

d'un ouvrage futur, qu'il aura sans doute le loisir d'édifier : ces matériaux eux-mêmes seront polis et façonnés de la main de l'ouvrier avant de prendre leur place définitive. Démêler les causes des phénomènes monétaires est une tâche infiniment plus complexe et délicate que d'en décrire l'évolution : c'est déjà cependant un mérite singulier que d'observer celle-ci avec précision et d'en noter les phases. Les études qui suivent ont rempli cette partie du programme et méritent de figurer au nombre des documents financiers que la génération actuelle consultera avec fruit.

RAPHAËL-GEORGES LÉVY.

TABLE DES MATIÈRES

DEUXIÈME PARTIE

IV

LE RÔLE POSSIBLE D'UNE BANQUE D'ÉTAT AU MAROC

V

OU EN EST L'ÉTUDE DE LA QUESTION MONÉTAIRE EN CHINE

VI

COMMENT SE POSE LE PROBLÈME MONÉTAIRE EN INDO-CHINE

VII

AUX ÉTATS-UNIS

PREMIÈRE PARTIE

Intérêt qu'a la France a ce que les pays qui offrent des débouchés a ses capitaux possèdent un bon système monétaire.

On ne peut prêter avec sécurité à un pays étranger ou engager des capitaux dans ses industries que s'il possède un système monétaire solide. Pour une nation comme la France, qui doit chercher à l'extérieur des débouchés pour les capitaux qu'elle ne peut ou ne sait employer chez elle, il y a là une question de première importance.

Faiblissant dans la lutte industrielle et commerciale, nous devrions au moins triompher sur le marché financier du monde. Et cela, non seulement pour assurer à notre argent des emplois plus avantageux et plus sages que le dépôt dans les sociétés de crédit, mais aussi parce que c'est la meilleure façon de conquérir des débouchés industriels nouveaux, capables de rendre à nos producteurs une vigueur qui semble les abandonner. Il faut pour cela deux choses : d'abord que nous prêtions nos capi-

taux, non pas en demandant seulement un intérêt modeste, comme si nous étions heureux qu'on veuille bien les accepter, mais en exigeant tous les avantages que légitime le service que nous rendons. Et ensuite que le pays où nous les envoyons leur offre, tant par sa situation politique et économique que par la stabilité de son régime monétaire, une sécurité suffisante.

C'est pourquoi, bien que les discussions d'école soient finies, l'étude des changes dépréciés conserve un grand intérêt pratique. Elle a seulement changé de caractère. Il ne s'agit plus de savoir qui l'emportera de l'or ou de l'argent, mais simplement de condenser et de mettre en œuvre tout ce que nous ont appris les expériences passées, afin de réaliser sans tâtonnements des réformes intelligentes et durables.

Les pays à change déprécié sont ceux dont la monnaie, tombée au-dessous de sa valeur nominale, demeure sujette à des fluctuations qui empêchent l'établissement d'une parité fixe entre elle et les monnaies étrangères.

Quand il s'agit de remédier à cet état, deux séries de questions se présentent.

Les unes, d'ordre plutôt théorique, consistent dans le choix des mesures à prendre pour rendre à la monnaie une valeur fixe ; les autres, purement pratiques, résident dans la difficulté de réaliser une réforme sans grever

trop lourdement les finances publiques, et sans provoquer de perturbations dans l'organisation économique du pays.

Les premières sont relativement faciles à résoudre. Grâce aux expériences faites depuis trente-cinq ans dans le monde entier, les lois qui régissent la valeur de la monnaie sont maintenant bien déterminées. Elles sont même si précises et si invariables, que les économistes ont trop souvent la tentation de considérer les questions de réformes monétaires comme des problèmes de pure mathématique. En soi, c'est presque exact. On sait d'avance qu'en prenant telle mesure, on produira tel effet; mais ce n'est pas tout que de connaître le mécanisme, il faut savoir le faire jouer au moment opportun. Il ne faut pas oublier, en effet, que si actuellement presque toute question de mécanique monétaire peut se ramener à un groupe de cas connus et déjà résolus, il y a, dans chaque situation particulière, des faits qui lui donnent une physionomie propre et peuvent influer gravement sur les conditions d'application d'une réforme en elle-même facile à élaborer. C'est ainsi que des théoriciens bien intentionnés ont construit pour l'Indo-Chine et la Chine des systèmes parfaitement logiques mais dont la mise en œuvre immédiate aurait produit plus de mal que de bien.

Aussi, après avoir analysé les principaux éléments qui influent sur la valeur de la mon-

naie et étudié leur action dans chacun des systèmes monétaires, afin de bien connaître les données théoriques du problème, nous essayerons d'indiquer les principaux groupes de faits qui doivent être pris en considération lorsqu'il s'agit de réaliser une réforme. Alors, nous pourrons aborder l'examen d'un certain nombre de cas concrets, pris dans l'histoire monétaire de ces dernières années.

I

ÉTUDE THÉORIQUE D'UNE RÉFORME MONÉTAIRE

Analyse des éléments qui influent sur la valeur de la monnaie. — Ces éléments diffèrent suivant qu'on l'emploie à l'intérieur ou à l'extérieur. — Solidarité entre la valeur de la monnaie à l'intérieur et sa valeur à l'extérieur. — Mécanisme de la dépréciation successive.
Application de ces principes dans les différents systèmes monétaires.

Les éléments qui agissent sur la valeur de la monnaie ne sont pas les mêmes à l'intérieur et à l'extérieur du pays. A l'intérieur, deux facteurs entrent en jeu : en première ligne, la quantité de monnaie en circulation et, en seconde ligne, sa valeur intrinsèque. A l'extérieur, au contraire, la valeur marchande du métal est seule prise en considération.

En effet, à l'intérieur, la monnaie est plus qu'un simple disque de métal pesant un poids déterminé, elle est *surtout* l'instrument d'échange auquel la loi donne force libératoire et permet de liquider toute opération commerciale.

C'est en cette qualité, et non en qualité de

lingot d'or ou d'argent, marchandise ordinaire, qu'elle est soumise à la loi de l'offre et de la demande. Si elle se trouve en quantité suffisante pour répondre exactement aux besoins du commerce, sa valeur est au pair. Si elle est trop rare, sa valeur monte, c'est-à-dire que les prix diminuent et il n'y a pas, en principe, de limite à la hausse. Si elle est en excès, elle se déprécie, mais il y a une limite à la baisse et c'est la valeur marchande du métal dont elle est formée. Celle-ci n'intervient donc qu'en dernier ressort et il est même facile de concevoir une monnaie n'ayant aucune valeur intrinsèque, pourvu que sa quantité soit strictement limitée aux besoins des transactions. D'ailleurs, c'est presque le sort de la monnaie de bronze, dont la valeur réelle ne dépasse pas chez nous le dixième de la valeur nominale.

A l'extérieur, le rôle de la monnaie est différent. Le caractère d'instrument d'échange disparaît avec la force libératoire qui n'existe plus, là où la loi nationale cesse de s'appliquer. Lorsque, dans la mesure où la chose est possible, la valeur des marchandises échangées entre deux pays a été compensée au moyen des lettres de change, les métaux précieux interviennent *comme supplément de marchandises* à livrer par le pays qui a le moins vendu, pour rétablir l'équilibre. Et si le pays créditeur les accepte toujours, ce n'est pas comme monnaie, car peu importe la forme sous laquelle ils se

présentent : pièces ou lingots, mais parce qu'il sait qu'étant donnée la multiplicité de leurs emplois industriels ou autres, il pourra toujours les revendre à la valeur pour laquelle il les a pris. Dans ces conditions, il est évident que la monnaie qui sert à faire des remises à l'étranger ne peut être acceptée qu'à sa valeur marchande.

Une même monnaie peut donc avoir une valeur différente suivant qu'on l'emploie à l'intérieur ou qu'elle sert à régler des transactions internationales. Cependant, en raison de la solidarité du commerce intérieur et du commerce extérieur, ces deux valeurs ont une tendance naturelle à s'uniformiser. Un importateur espagnol, par exemple, fait venir de Paris un objet de 20 francs, qu'il devra revendre 25 francs en Espagne pour réaliser un bénéfice. Le change étant à 130, les pesetas qu'il enverra en France pour payer son achat ne seront prises que pour 0 fr. 76 ; il devra en donner 26,30. Si, lorsqu'il le revendra, il ne recevait que 25 pesetas, il serait en perte. Il faudra donc qu'il élève son prix jusqu'à 29 ou 30 pesetas. C'est ainsi que la monnaie dépréciée à l'extérieur finit par se déprécier également à l'intérieur, plus ou moins vite suivant le rôle que jouent les importations dans la vie économique du pays. Si un grand nombre d'industries nationales sont obligées de faire venir de l'étranger leur combustible ou leurs matières pre-

mières, le pouvoir acquisitif de la monnaie baisse beaucoup plus vite. On se rend compte ainsi de quel intérêt est pour l'Angleterre qui achète à l'étranger le blé, la viande et les denrées de toute nature nécessaires à la nourriture de 78 ou 79 pour 100 de ses habitants, la possession d'un régime monétaire irréprochable.

Les exportations collaborent presque aussi activement que les importations à rétablir l'harmonie entre les deux valeurs de la monnaie. Les exportateurs, eux, ont avantage à ce que la monnaie nationale soit dépréciée à l'étranger. Renversons l'exemple pris tout à l'heure. Un exportateur espagnol paie 20 pesetas un objet qu'il revend 25 francs en France. Comme ces 25 francs lui seront payés en or, il touchera, en réalité, au cours du change actuel, 32 pesetas 37. Naturellement, une opération aussi avantageuse suscite des concurrents nouveaux, les produits d'exportation sont de plus en plus demandés, leur prix s'élève, et, par là, la monnaie perd de son pouvoir acquisitif.

Nous sommes donc fixés maintenant sur les conditions de stabilité de la monnaie. Il faut, si elle est employée indifféremment pour le commerce intérieur et pour le règlement des transactions internationales, que sa valeur repose uniquement sur la valeur marchande du métal dont elle est formée, ou, s'il en est autrement, qu'on la réserve uniquement pour les besoins intérieurs, en effectuant les remises à l'étranger au-

trement que par un transport de monnaie nationale. Alors, il est facile de la maintenir à une valeur fixe, à l'aide d'une limitation de la frappe.

Nous allons voir maintenant, comment ces principes, qui donnent la clef de toutes les réformes monétaires, s'appliquent dans les différents systèmes.

1° ***Systèmes à étalon et circulation d'or.*** — La valeur de la monnaie d'or, fondée uniquement sur la valeur marchande du métal, est la seule qui se maintienne naturellement, sans mesures législatives, à un taux fixe, soit à l'intérieur soit à l'extérieur. Dans les conditions économiques actuelles, l'or échappe seul aux fluctuations qu'un jeu trop irrégulier de l'offre et de la demande fait subir à toutes les autres marchandises. Quelle que soit la production de ce métal, les emplois innombrables qui s'offrent à lui maintiennent facilement son prix à un niveau fixe. Aussi la monnaie d'or doit-elle être considérée comme la monnaie naturelle par excellence et il n'y a pas à craindre pour elle de dépréciation.

Ce n'est pas à dire qu'une circulation d'or soit exempte de tout danger. On connaît la loi de Gresham, suivant laquelle la bonne monnaie, qui est actuellement la monnaie d'or, quitte les pays où le rapport entre elle et les autres monnaies, étant fixé trop bas, ne lui attribue pas sa juste valeur. Cette loi fameuse n'est qu'une appli-

cation particulière d'une autre beaucoup plus générale qu'on pourrait appeler *la loi du maximum d'utilisation* et qui porte la bonne monnaie, c'est-à-dire la monnaie ayant la même valeur à l'extérieur qu'à l'intérieur, à émigrer vers les pays où on lui offre l'emploi le plus avantageux.

Grâce à la qualité qu'a l'or d'être pris dans le monde entier pour la même valeur, tous les pays à circulation d'or sont solidaires les uns des autres. La nappe d'or universelle est traversée de courants continuels dont l'importance et la direction varient sans cesse. Certains d'entre eux ont cependant une régularité relative et se reproduisent aux mêmes époques. On en trouvera un exemple dans les courants d'or entre les États-Unis et l'Europe, que nous étudions plus loin.

Quand un pays a un besoin particulier de numéraire, par exemple s'il prépare une vaste opération financière, il fait appel à l'or des pays étrangers, et, pour l'attirer, lui offre une rémunération plus avantageuse, ordinairement en élevant le taux de l'escompte. Il ne peut agir ainsi que sur la partie de la réserve métallique qui n'est pas absolument nécessaire à la circulation intérieure, car si une raréfaction trop grande se produisait, les prix baisseraient, provoquant des achats de marchandises de l'étranger et l'or refluerait de nouveau. Néanmoins, si les pays dont l'or est drainé n'y prenaient

garde à temps, ces crises de contraction monétaire pourraient devenir très douloureuses; mais on les prévient facilement en répondant à une élévation du taux de l'escompte sur un marché étranger par une manœuvre semblable sur le marché national.

La monnaie d'or subit donc, elle aussi, certaines fluctuations de valeur déterminées par les emplois plus ou moins avantageux qui lui sont offerts. Mais, comme nous l'avons vu, il est extrêmement facile de les rendre inoffensives.

2° ***Système à circulation d'argent stabilisée.*** — C'est là un système purement artificiel et qui consiste à obtenir la fixité de la monnaie d'argent au moyen d'expédients législatifs et économiques. Livrée à elle-même, la monnaie blanche tombe rapidement au rang d'une marchandise ordinaire, d'abord, à cause de l'abondance de l'argent qui permet des frappes bien supérieures aux besoins des transactions, ensuite, parce que les fluctuations qu'elle subit à l'extérieur ne tardent pas se répercuter sur la valeur intérieure, suivant le mécanisme que nous avons expliqué.

Or, il est possible de supprimer cette double cause d'instabilité. On a vu plus haut que le principal élément de la valeur à l'intérieur du pays est la quantité de monnaie en circulation. Il est donc facile, en raréfiant l'instrument d'échange, de lui faire attribuer une valeur su-

périeure à celle du poids d'argent qu'il renferme et indépendante de celle-ci et même de la stabiliser complètement, en maintenant toujours une juste proportion entre la quantité de monnaie en circulation et le volume des transactions commerciales. La raréfaction, qu'on obtient par la démonétisation d'une partie des pièces en circulation et la suppression de la frappe libre, a pour conséquence de relever peu à peu la valeur de la monnaie jusqu'à un taux fixé d'avance.

Voici sur quelles bases on s'appuie pour déterminer ce taux. En premier lieu, il doit être supérieur à la plus forte valeur atteinte, dans les dernières années, par l'argent métal, sans quoi une hausse ferait monter la valeur commerciale de la monnaie au-dessus de sa valeur d'échange et on la verrait disparaître rapidement, puisqu'il serait plus avantageux de l'employer en lingots qu'en pièces frappées. D'autre part, il y a lieu de tenir compte de la valeur moyenne pratiquement attribuée à la monnaie, valeur qui n'est pas forcément identique à celle de l'argent métal car la dépréciation est progressive et n'arrive pas au maximum du jour au lendemain. La fixation d'un taux beaucoup plus élevé que la valeur courante de la monnaie entraînerait de graves inconvénients. D'abord, il serait nécessaire de provoquer une raréfaction beaucoup plus considérable et, ensuite, un tel changement dans la valeur de l'instrument

d'échange ne serait pas sans léser, plus ou moins gravement tous ceux qui ont contracté des engagements à terme, de quelque nature qu'ils soient. Tels sont les deux éléments qui doivent être pris en considération dans le calcul de la valeur attribuée à la monnaie stabilisée.

Si, plus tard, le développement du commerce élargissait les besoins de numéraire et faisait craindre une crise de contraction qui aurait pour conséquence une hausse de la monnaie au-dessus de sa valeur nominale, on y remédierait facilement au moyen de frappes supplémentaires.

Mais toutes ces mesures seraient inutiles si l'on ne préservait pas la monnaie de la dépréciation qui l'attend à l'extérieur. Le seul moyen consiste à faire les remises à l'étranger autrement qu'avec la monnaie nationale. Le procédé ordinaire est la formation d'une réserve d'or que l'on dépose sur les grandes places ordinairement créditrices du pays. Lorsque tout le papier de change né des opérations internationales est épuisé, on règle le solde débiteur en tirant des traites sur la réserve d'or constituée à l'étranger.

Ce système est donc tout empirique, car il repose sur une mesure législative et sur une raréfaction artificielle de l'instrument d'échange. Il est à la merci d'un gouvernement ignorant ou peu scrupuleux et l'entretien d'un fonds d'or à l'étranger exige des dépenses plus ou moins

considérables suivant l'étendue du déficit économique.

Il n'en constitue pas moins une excellente transition entre le monométallisme argent et le monométallisme or, pour les pays qui ne peuvent pas faire immédiatement la lourde dépense qu'exige l'établissement d'une circulation d'or. C'est là son rôle véritable. On ne pourrait raisonnablement le considérer comme un système définitif. En effet, si la balance générale des paiements est défavorable et que la situation ne s'améliore pas, les dépenses considérables que provoquent tous les ans les remises d'or à l'étranger finissent par endetter le pays qui, par définition, ne doit pas être très riche. Si, au contraire, elle est favorable, l'or afflue et permet, au bout d'un temps plus ou moins long, l'adoption effective de l'étalon d'or.

C'est donc un système qui convient très bien aux pays en voie de grand développement économique. Il leur permet, sans s'endetter, d'avoir une monnaie stable, condition essentielle d'un développement supérieur. Les dépenses qu'ils font pour l'entretien du fonds de réserve en or diminuent à mesure que leur situation s'améliore. Si elles ne cessent jamais c'est que, même lorsqu'en fin de compte la balance des paiements est devenue favorable, il est possible qu'à certaines époques de l'année, un déficit momentané oblige une petite quantité d'or à émigrer, mais elle est toujours infé-

rieure à celle que la situation générale de créancier de l'étranger fait rentrer dans le pays. On peut ainsi constituer à l'intérieur une réserve de métal jaune qui permettra, à un moment donné, de remplacer la monnaie d'argent par une circulation d'or.

Les systèmes dont nous venons d'examiner le mécanisme sont les systèmes à changes normaux. Nous allons étudier maintenant les systèmes à changes dépréciés.

3° ***Systèmes à change déprécié.*** — Ce sont tous ceux qui ne remplissent pas les conditions que nous avons énumérées. Les différents types en sont trop connus pour qu'il soit nécessaire d'en faire une description minutieuse. Comme, seule, une circulation d'or se défend d'elle-même, sans mesure législative restreignant la frappe et réglementant les remises à l'étranger, tous les systèmes reposant sur un autre principe et non réglementés sont à change déprécié.

On peut les diviser en deux catégories : systèmes à circulation métallique et systèmes à circulation de papier inconvertible. Les premiers offrent des types assez complexes comme ceux de la Chine et de l'Indo-Chine que nous étudierons à part, mais les plus ordinaires sont ceux qui reposent sur l'étalon d'argent, qu'ils soient monométallistes, ou, qu'ayant été théoriquement bimétallistes, l'or ait été chassé de la circulation par la dépréciation de l'argent.

Nous ne voulons pas revenir sur l'avilissement du métal blanc qui est peut-être le fait le plus considérable de toute l'histoire monétaire et dont la description a été faite cent fois. L'argent, n'ayant pas, comme l'or, des emplois artistiques et industriels presque illimités, mais trouvant, au contraire, son principal débouché dans la fabrication des signes monétaires, l'énorme accroissement dans la production de ce métal, a eu pour résultat une augmentation exagérée de la quantité de monnaie en circulation. Les pièces d'argent, devenues trop abondantes comme instrument d'échange, perdirent leur valeur nominale. Tombées au rang de simples lingots, elles suivent, à peu de chose près, les cours de l'argent-métal et les petites variations que peuvent leur faire subir les influences normales du change se perdent dans les vastes oscillations du marché de l'argent.

La dépréciation et l'instabilité des systèmes à circulation de papier ont leur source dans l'inconvertibilité des billets. Les fluctuations de leur valeur tiennent à la probabilité plus ou moins grande de la reprise des paiements en espèces. Et celle-ci dépend de mille causes : la situation politique, l'attention que le gouvernement accorde aux questions économiques, le crédit de l'État, s'il s'agit de billets d'État, la politique de la Banque d'émission, s'il s'agit de billets de banque, etc... L'imagination populaire aidant, les fluctuations sont ordinaire-

ment beaucoup plus considérables que celles de la monnaie métallique dépréciée, toujours limitées par la valeur de l'argent qui, bien que fort instable, constitue cependant une base plus solide que les éléments purement moraux qui servent à apprécier la valeur du papier.

Quelle que soit l'origine de la dépréciation, les effets sont les mêmes.

Nous distinguerons ceux qui résultent de la *dépréciation* elle-même et ceux qui proviennent de *l'instabilité* de l'unité monétaire. Les premiers sont graves, mais ils ont une tendance à s'atténuer et même à disparaître complètement, au moins dans le cas d'une circulation d'argent. Les seconds, au contraire, sont inhérents à la nature même de la monnaie et ne peuvent disparaître que par une réforme. Nous allons les étudier séparément.

Effets de la dépréciation. — Ceux-ci reposent entièrement sur le fait que si la dépréciation se fait sentir immédiatement à l'étranger, la monnaie malade n'en garde pas moins, pendant un certain temps, toute sa puissance d'achat à l'intérieur du pays. La solidarité des marchés intérieur et extérieur ne se manifeste, en effet, que peu à peu et le mécanisme de la dépréciation successive ne joue pas du jour au lendemain, mais avec une rapidité qui varie suivant le rôle qu'occupent les importations dans la vie économique du pays. Pendant une période plus ou moins longue, la monnaie

se trouve donc avoir deux valeurs différentes, suivant qu'on l'emploie à l'intérieur ou à l'extérieur et ce phénomène affecte diversement ceux qui reçoivent des remises de l'étranger et ceux qui au contraire sont obligés d'y faire des paiements.

A. *Situation de ceux qui reçoivent des remises de l'étranger.* — Ce sont, avant tout, les exportateurs et leur situation est privilégiée, car, continuant à payer leur main-d'œuvre et, souvent même, leur matière première, en monnaie dépréciée, ils reçoivent, en échange des produits vendus à l'étranger, de l'or qui n'a rien perdu de sa valeur.

C'est la fameuse *prime à l'exportation,* qu'on paraît maintenant avoir ramenée, après beaucoup de discussions, à d'assez justes proportions. On l'envisage cependant encore, comme nous l'exposerons tout à l'heure, d'une manière trop optimiste.

On a établi indiscutablement qu'elle n'était que temporaire, car, les prix, sous l'influence des échanges internationaux, finissent par se réajuster à la nouvelle valeur de la monnaie, en sorte que le pays dont le système monétaire a été ébranlé finit, au moins théoriquement, par se retrouver dans un état normal, avec cette seule différence que son unité d'échange a une moindre valeur qu'auparavant. Mais qu'importe, puisque les prix se sont élevés à peu près dans la même proportion !

Ce n'est pas à dire cependant, que ce réajustement soit complet et définitif, car la valeur de la monnaie continue à subir des fluctuations suivant l'état du marché de l'argent ou suivant les causes innombrables qui agissent sur le cours du papier-monnaie, mais, enfin, il est suffisant pour anéantir la prime à l'exportation. L'écart entre la valeur réelle en or des marchandises et leur prix exprimé en monnaie dépréciée se rétrécit de plus en plus et finit par devenir trop petit pour procurer à l'exportateur un bénéfice de change (1).

La prime à l'exportation est donc purement temporaire, mais ses effets, même passagers, ont été et sont encore très discutés. Il serait assez piquant que les changes dépréciés portent en eux-mêmes leur propre remède et qu'en contribuant à rendre favorable la balance économique, ils provoquent un afflux d'or propice à la réforme monétaire. Sans aller jusque-là maintenant, on est encore assez porté à admettre que la période, souvent fort longue, pendant laquelle les exportations reçoivent cet excitant artificiel exerce une salutaire influence sur l'orientation économique du pays.

La question est très discutable et on ne sau-

(1) Ce réajustement est, en principe, beaucoup plus difficile dans les pays à circulation de papier. En effet, la chute de l'argent, pour profonde qu'elle ait été, a affecté cependant une certaine régularité tandis que la valeur du papier-monnaie subit très souvent des soubresauts formidables.

rait y répondre d'une manière générale. Tout dépend des ressources naturelles du pays, de ce qu'on pourrait appeler sa *vocation économique*. Si celle-ci est très simple et très claire, comme il arrive lorsque de grandes étendues de terrains fertiles, un climat propice, la pénurie de richesses minières, prédestinent un peuple à l'agriculture, la prime à l'exportation poussera vraisemblablement son activité productrice dans un sens favorable et pourra aider très sérieusement à son développement économique. Mais si la situation est plus complexe, si les aptitudes sont plus variées, il y a de grandes chances pour que cette prime soit un élément de trouble et n'intervienne que pour *fausser les conditions normales de la production*.

En effet, les industries dont les débouchés principaux se trouvent à l'intérieur sont abandonnées fatalement pour les industries d'exportation. On voit naître des entreprises malingres et se prolonger indéfiniment des affaires épuisées qui ne subsisteraient pas, si les bénéfices qu'elles retirent du change ne soutenaient leur existence artificielle, aux dépens d'industries plus saines qui manquent de capitaux. La conséquence la plus dangereuse de cet état de choses est la création de toute une catégorie de producteurs, souvent peu intéressants par eux-mêmes, et qui ont un intérêt direct à la dépréciation de la monnaie. Ce sont eux qui s'opposeront de toutes leurs forces aux tenta-

tives sérieuses de réforme et les cas particuliers que nous étudierons plus loin montreront que c'est là souvent un des obstacles les plus sérieux que rencontre l'établissement d'un régime monétaire satisfaisant.

Loin de soutenir, comme on l'a fait, que la dépréciation du change crée un état favorable au développement économique du pays, on voit que les effets de la prime à l'exportation sont plutôt nuisibles dans la plupart des cas, tant par la déformation qu'elle imprime à l'activité industrielle, que par les conflits d'intérêts qu'elle fait naître entre les exportateurs et ceux qui ont des remises à faire à l'étranger.

B. *Situation de ceux qui font des remises à l'étranger.* — Elle est exactement l'opposé de la situation des exportateurs. Obligés de faire leurs paiements extérieurs en or, ils perdent toute la différence qui existe entre la valeur nominale de la monnaie et le taux pour lequel elle est acceptée à l'étranger.

Cette classe sacrifiée comprend des catégories souvent plus intéressantes que les exportateurs dont nous venons de parler. Ce sont d'abord les importateurs, et parmi ceux-ci, il faut accorder une attention spéciale aux industries de transformation obligées de faire venir du dehors leur matière première. Si l'équilibre reste longtemps rompu entre les deux valeurs de la monnaie, elles peuvent être acculées à la ruine. La situation est particulièrement

grave pour les pays dont le capital consiste moins dans les richesses naturelles que dans l'intelligence et l'activité de ses nationaux. On conçoit, par exemple, ce que des nations, comme la France et l'Angleterre, perdraient à une dépréciation de la monnaie.

Avec les industries de transformation et tous ceux qui achètent à l'étranger, sont lésés ceux qui y ont emprunté et doivent faire en or le service de leur dette. Cette catégorie comprend ordinairement l'Etat et les grandes sociétés industrielles, en parculier les compagnies de chemin de fer. Et l'on peut dire que, pour eux, les effets de la dépréciation n'ont pas de fin, car les impôts et les tarifs de transports se réajustent bien difficilement à la nouvelle valeur de la monnaie.

Effets de l'instabilité. — Si cette valeur, après être tombée plus ou moins profondément, s'arrêtait dans sa chute et se fixait à un taux plus bas qu'auparavant, le mal se réparerait de lui-même après la crise momentanée causée par la dépréciation. Malheureusement toute monnaie dépréciée est en même temps une monnaie capricieuse, dont la valeur suit les fluctuations de l'argent métal, s'il s'agit d'une circulation métallique, ou varie suivant les circonstances les plus diverses s'il s'agit d'une circulation de papier.

Le premier effet de l'instabilité est d'empêcher le réajustement exact et définitif des prix



à la valeur des choses. Comment se produirait-il, en effet, si précisément la commune mesure, le *tertium comparationis* est incertain et affolé ?

Le commerce d'importation, déjà troublé par la dépréciation, est rendu excessivement précaire par l'instabilité. Suivant l'expression de Goschen, l'opération commerciale se complique alors d'une spéculation sur le change. L'importateur, qui achète un objet à l'étranger 100 francs, ne sait pas combien il le revendra dans son pays : il espérait en tirer 140 pesetas et il aurait fait une bonne affaire, mais le change ayant baissé, il n'en tire que 130, et l'affaire devient mauvaise.

Mais la conséquence la plus regrettable de l'instabilité, c'est la véritable prohibition qu'elle oppose à l'entrée des capitaux étrangers. Comment un capitaliste placerait-il 100 000 francs dans le pays, s'il s'expose à ne recevoir, lorsqu'il voudra les retirer, que 50 000 francs ? Il y a ainsi en Indo-Chine, des colons qui ont doublé leur fortune, mais qui ne peuvent rentrer en France parce que la baisse de la piastre, depuis leur arrivée dans la colonie, les priverait entièrement du produit de leur travail. Les seuls capitaux qui se risquent dans ces pays sont extrêmement dispendieux, car ils ne le font qu'à condition d'être libellés en or et de recevoir leurs intérêts en or.

Cette situation est autrement nuisible aux

pays à change avarié, qui sont ordinairement pauvres et ont besoin d'argent pour se développer, que la prime à l'exportation résultant de la dépréciation ne leur est favorable.

De tout ce qui précède, il faut tirer la conclusion suivante : La *dépréciation,* provoquant une rupture d'équilibre entre la valeur de la monnaie à l'intérieur du pays et sa valeur à l'extérieur, il en résulte une crise pénible, mais ordinairement passagère car elle trouve un correctif automatique dans la solidarité du commerce intérieur et du commerce extérieur, à moins toutefois qu'une nouvelle et considérable dépréciation, surtout à craindre dans les pays à circulation de papier, ne produise une seconde rupture d'équilibre qui exigerait un nouveau réajustement des prix.

Quoi qu'il en soit, ce n'est pas à la dépréciation elle-même qu'il convient de remédier quand on réalise une réforme, c'est à l'instabilité, dont les effets déplorables ne trouvent aucun correctif. Rendre à la monnaie, non pas son ancienne valeur nominale, mais une valeur fixe, quelle qu'elle soit, tel est le but de toute réforme. Nous avons vu en étudiant les systèmes à circulation stabilisée, qu'il serait même souvent dangereux de chercher à remonter la valeur de l'unité monétaire jusqu'à son taux d'autrefois, car cette *appréciation* forcée produirait, en sens inverse, une crise analogue à celle qui résulte de la dépréciation. Le meilleur

moyen dans la plupart des cas est donc de *fixer* la valeur le plus près possible du taux qui lui est attribué dans la pratique.

Maintenant que le mal, l'instabilité, est nettement déterminé, que, d'autre part, les divers éléments qui agissent sur la valeur de la monnaie ont été déterminés, et le mécanisme de leur action soigneusement analysé, il résulte clairement de tout ce qui précède que le remède ne doit être cherché que dans l'adoption d'un des deux premiers régimes que nous avons étudiés : étalon et circulation d'or ou, provisoirement et comme transition, stabilisation de la circulation dépréciée. Celle-ci s'obtient pour la monnaie métallique : en limitant la frappe, et pour la monnaie de papier, en reprenant le remboursement des billets, non pas nécessairement à leur valeur nominale mais à un taux établi suivant les règles que nous avons exposées.

II

ÉTUDE PRATIQUE D'UNE RÉFORME MONÉTAIRE

Principaux groupes de faits à prendre en considération. — Le milieu économique. — Le côté financier d'une réforme.

L'étude d'une réforme ne comprend pas seulement la construction théorique, assez facile, du système qu'on se propose d'établir ; il y a aussi une question d'opportunité à résoudre. La description que nous avons faite des inconvénients de l'instabilité montre ce qu'un pays gagne, en principe, à posséder un système de monnaies à valeur fixe, mais il se peut aussi qu'un changement de régime ait des effets regrettables, soit sur sa situation économique générale, soit sur ses finances. Avant de réaliser une réforme, les deux grands points de fait à étudier sont le milieu économique dans lequel vit le pays et l'étendue des dépenses qu'entraînera l'adoption de l'étalon d'or avec circulation du même métal ou avec circulation d'argent stabilisée.

1° *Le milieu économique.* — L'excellence d'un régime monétaire est purement relative.

Deux choses, en effet, sont à envisager ; la *stabilité de la valeur de la monnaie* et la *stabilité du change*.

La première dépend de la perfection intrinsèque du système ; la seconde est déterminée par l'harmonie de ce système avec celui des autres pays. Le change est normal entre deux pays à étalon d'or et entre deux pays à étalon d'argent ; il subit, au contraire, des fluctuations énormes entre un pays à étalon d'or et un pays à étalon d'argent. Comme c'est de la stabilité du change que dépend la sécurité des relations commerciales, c'est à elle qu'on doit songer, plutôt qu'à la stabilité absolue de la valeur monétaire. Le système employé par les pays avec lesquels on effectue le plus d'échanges, doit donc être un facteur des plus importants dans la détermination d'une réforme monétaire.

En fait, la question perd tous les jours de son intérêt et l'on a plus guère à se préoccuper de cette distinction, car toutes les grandes nations économiques, centres du commerce universel, sont maintenant à l'étalon d'or. Il y a quelques années, l'Extrême-Orient était encore presque tout entier au régime de l'argent, mais tour à tour, le Japon, les Détroits, les Philipines, le Siam se sont mis à l'étalon d'or. Il reste cependant encore la Chine qui, malgré tous les efforts, ne paraît pas encore prête à une réforme. Bien que la plupart de

ses voisins entretiennent beaucoup moins de relations avec elle qu'avec l'Europe, elle constitue cependant un centre d'attraction commerciale assez important pour exercer une influence décisive sur le choix du système monétaire de notre colonie d'Indo-Chine qui, tant par la nature de ses produits que par sa situation géographique, est un annexe économique du Céleste-Empire.

Nous en parlerons plus loin en détail, mais nous avons tenu à signaler ce fait dès maintenant, car il y a là un principe dont la méconnaissance a déjà entraîné des erreurs dans des projets et même des tentatives de réforme pour l'Indo-Chine.

2° *Le côté financier d'une réforme.* — Un changement de système monétaire implique naturellement une transformation matérielle qui entraîne des dépenses variables selon les cas et que nous ne pouvons pas étudier ici. Il est évident que le passage de la circulation d'argent folle à la circulation stabilisée est beaucoup moins coûteux que le passage immédiat à la circulation d'or. Les derniers exemples que nous en ayons montrent que, pour l'effectuer, les pays intéressés saisissent volontiers une occasion exceptionnelle, comme le paiement d'une indemnité de guerre. C'est grâce aux cinq milliards que nous avons donnés à l'Allemagne, que celle-ci a pu adopter l'étalon d'or aussi facilement et il est à peu près certain que le Ja-

pon en eût été incapable, sans l'indemnité en or qu'il a reçue de la Chine en 1895 (1). Sans l'aide de ces ressources exceptionnelles, il est plus sage d'adopter comme transition le système de la circulation d'argent stabilisée.

La catégorie de dépenses que nous voulons étudier est celle que nécessitera l'*entretien de la circulation* qu'on se propose d'adopter. Elles dépendent de la situation de créditeur ou de débiteur occupé par le pays vis-à-vis de l'étranger. S'il est créditeur, il reçoit plus d'or qu'il n'en donne, sa circulation s'entretient d'elle-même et il n'y a aucune contre-indication financière à la réalisation d'une réforme. Si, au contraire, il est débiteur, l'or a une tendance à émigrer et il faudra le remplacer dans la circulation, au cas où c'est l'étalon d'or effectif qui a été adopté, ou bien, si c'est le régime de l'argent stabilisé, on devra entretenir à l'étranger un fonds de réserve en or qui servira à effectuer les remises, afin d'éviter une nouvelle dépréciation de l'unité monétaire. Quelles seront l'importance et la durée de ces dépenses ? Est-il opportun de les entreprendre ? Comment seront-elles supportées par le pays ? Autant de questions qui ne peuvent être résolues que par l'*étude de la balance des paiements*, de la *situation*

(1) On trouvera sur ce sujet des renseignements forts intéressants et tous les détails théoriques et pratiques d'une réforme dans le *Report on the adoption of the gold standard*, publié en 1899 par le ministère des Finances du Japon.

économique générale et de l'*état des finances publiques*.

La position créditrice ou débitrice est révélée par l'examen de la balance des paiements. Mais peu d'investigations sont aussi difficiles et demandent plus d'esprit critique, parce que les éléments qu'il s'agit d'analyser sont extrêmement nombreux, complexes et souvent difficiles à saisir. Si les échanges commerciaux sont enregistrés avec une exactitude relative par les douanes, les mouvements de capitaux et de valeurs mobilières échappent à toute espèce de contrôle et l'on est souvent réduit à des suppositions. C'est pourquoi les conclusions tirées de l'étude de la balance des paiements demandent à être accueillies avec une grande réserve.

On peut, cependant, poser en principe que cette étude est d'autant plus facile et que ses résultats ont d'autant plus de chances d'être exacts que le développement industriel, commercial et financier du pays est moins avancé. Une nation jeune n'entretient avec les autres que des rapports très simples. Ses relations extérieures se bornent ordinairement à un commerce peu étendu. N'ayant pas de capitaux qu'elle ne puisse employer chez elle, ses rapports financiers avec l'étranger, et ce sont les plus difficiles à saisir, sont très souvent négligeables. Il s'ensuit que dans la balance générale des paiements, c'est la *balance*

commerciale qui joue le rôle prépondérant et les statistiques douanières, encore que très imparfaites, donnent des renseignements fort utiles. Dans ces conditions, si les indications données par la balance du commerce ne sont pas décisives, elles ont des chances sérieuses de refléter assez exactement la position du pays vis-à-vis de l'étranger.

La situation est tout autre quand il s'agit d'un pays ayant une culture économique plus avancée. Les mouvements du commerce extérieur ne représentent plus qu'une partie, parfois relativement faible, des échanges internationaux et leurs indications sont en contradiction avec celles de la balance générale des paiements. La meilleure preuve en est dans la situation de certaines vieilles nations comme la France et l'Angleterre, qui importent plus qu'elles n'exportent et cependant ne perdent pas l'or de leur circulation. C'est donc que la balance commerciale trouve des correctifs dans des échanges autres que ceux de marchandises. Ce sont principalement les mouvements de capitaux qui vont s'employer à l'extérieur ou qui rentrent pour payer les intérêts des titres achetés à l'étranger, les transferts de valeurs internationales, les paiements effectués en coupons, etc., etc... Tous ces éléments sont très difficiles à saisir et il faut en conclure que l'étude de la balance économique est beaucoup plus facile et beaucoup plus probante chez les pays neufs

comme le Maroc, par exemple, que chez les pays plus développés, comme l'Espagne.

On peut aussi conclure de ce qui précède, qu'après avoir accordé à la balance du commerce une importance exagérée, on est peut-être arrivé à la mépriser avec excès. Son importance est relative : si elle ne signifie rien, au point de vue de la situation générale, pour une nation arrivée à une extrême culture économique, elle a, au contraire, les plus grandes chances de représenter avec exactitude la position véritable d'un pays neuf. Il faut ajouter, d'ailleurs, que, dans ce dernier cas, la simplicité des relations internationales est compensée par la pénurie des moyens d'investigations. C'est ainsi qu'on ne peut déterminer que très approximativement la situation de la Chine.

Si l'examen de la balance des paiements, effectué avec la prudence et les réserves indiquées, révèle un déficit plus ou moins considérable, et, par conséquent, présage des dépenses pour l'entretien de la circulation, il est nécessaire d'en fixer la signification exacte afin de pouvoir apprécier l'opportunité de ces dépenses. C'est l'état général du pays qui donnera les indications nécessaires.

La balance des paiements est presque fatalement défavorable aux nations jeunes, même très intelligentes et très énergiques. Il est, en effet, de toute nécessité, qu'elles traversent une période de formation et d'installations maté-

rielles, durant laquelle elles produisent fort peu, mais importent, en revanche, tout ce qui est nécessaire à la mise en train de leurs industries : machines, matières premières et capitaux. Alors, le déficit, quelle que soit son importance et, avec lui, les dépenses d'entretien de la circulation, sont destinés à disparaître peu à peu, à mesure que les installations se complèteront, que le pays deviendra capable de se suffire à lui-même et que sa puissance de production se développera.

Il en est tout autrement lorsque la lenteur des progrès, l'habitude de l'agitation politique, le désordre financier, le tempérament du peuple, laissent planer l'incertitude sur l'avenir immédiat du pays. La réforme monétaire a alors bien des chances de n'amener qu'un surcroît de dépenses perpétuelles, en pure perte, sans produire de résultat général satisfaisant.

L'étendue, la durée, l'utilité des dépenses déterminées approximativement, il reste à savoir comment elles seront supportées par les finances publiques, car il est bien rare qu'une réforme monétaire effectuée dans ces conditions ne nécessite pas un emprunt spécial. Il y a là, évidemment, une question de fait qui ne peut être étudiée à un point de vue général. Nous signalerons, cependant, l'importance particulière que l'on doit attribuer dans ce cas à la *composition de la dette existante* : emprunts intérieurs ou emprunts extérieurs.

Les premiers ne sont pas influencés directement par le change et le service de l'emprunt nouveau s'ajoutera directement aux charges financières anciennes. Les seconds, au contraire, si leurs intérêts sont payables en or, occasionnent, tous les ans, une perte sur le change facile à calculer. Or la réalisation de la réforme fera disparaître cette perte et l'économie qui en résultera se compensera plus ou moins complètement avec la dépense exigée par le service du nouvel emprunt. Il s'ensuit que l'existence des emprunts extérieurs milite en faveur d'une réforme, d'abord parce que tant que le change reste déprécié, ils sont l'occasion de pertes considérables pour le Trésor, et ensuite, parce que l'économie procurée par l'abolition de cet état de choses rendra plus légères les charges financières de la réforme.

Ajoutons qu'elles le seront encore davantage, s'il est possible de contracter un emprunt intérieur, car les sorties d'or nécessitées par le service d'un emprunt extérieur constituent naturellement un élément défavorable pour le change et peuvent contribuer à retarder l'amélioration qu'on attend d'une réforme.

DEUXIÈME PARTIE

I

LE PROJET DE RÉFORME MONÉTAIRE DE LA RÉPUBLIQUE ARGENTINE

Intérêts de cette réforme pour les capitaux étrangers. — L'ancien système. — Les émissions de papier. Crise de spéculation et liquidation. — La Caisse de conversion : principes défectueux et honnêteté douteuse. Les résultats. — Situation actuelle et projet de loi.

Parmi les pays jeunes qui nous intéressent par leurs possibilités économiques et les débouchés qu'ils offrent à nos capitaux, la République Argentine peut devenir un centre d'affaires particulièrement important. Négligeant les richesses minières encore mal connues, et se plaçant uniquement au point de vue agricole, il suffit de constater qu'une population de 5 millions d'habitants environ flotte sur une immense étendue de 2 894 000 kilomètres carrés de territoire, en très grande partie fertiles, pour avoir une idée générale du développement que peut encore prendre l'Argentine, avant de devenir un pays encombré et

peu propice à la création de nouvelles entreprises. À mesure que la population s'accroîtra, soit naturellement, soit par l'immigration et que, par suite, la culture s'étendra et deviendra plus intensive, la seule création de l'outillage économique : chemins de fer, banques, etc... nécessaire à d'aussi vastes exploitations, ouvrira des débouchés considérables à l'expérience financière et aux capitaux des vieilles nations.

L'essor pris par la République depuis la terrible crise de 1890, que nous expliquerons plus loin, est bien fait pour encourager les capitalistes étrangers. Quelques chiffres caractéristiques donneront une vue précise des progrès réalisés.

Avant 1870, les Argentins vivaient de l'abatage des troupeaux et ne produisaient pas suffisamment de blé pour leur propre consommation. Actuellement ils exportent pour 4 millions et demi de pesos-or d'animaux vivants, pour 17 millions de viandes congelées et pour 150 millions de produits agricoles. En 1893, le déficit commercial s'élevait à 8 millions et demi de pesos ; en 1904, les exportations dépassaient les importations de 77 millions et l'on estimait que la balance générale des paiements se soldait par un excédent de 150 millions de francs.

L'Argentine est un de ces pays à vocation économique très claire, dont nous parlions au

début. La prime à l'exportation résultant de la dépréciation de la monnaie a eu pour effet de provoquer le développement agricole, qui, au moins dans l'état actuel des choses, est le plus naturel et le plus profitable.

L'essor du commerce a produit naturellement le renchérissement des terres, dont la valeur, durant ces dernières années a augmenté de 20 à 200 pour 100, en même temps que la surface cultivée s'élevait de 2 989 500 hectares en 1890 à 8 410 000 en 1903.

En 1885, les chemins de fer avaient une longueur totale de 4 502 kilomètres et transportaient 3 050 000 tonnes de marchandises. Actuellement la longueur des voies ferrées atteint 18 500 kilomètres et les marchandises transportées 17 500 tonnes. Le réseau va être encore étendu par la Compagnie Générale des Chemins de fer dans la Province de Buenos-Ayres fondée récemment par la Banque de l'Union Parisienne, la Banque de Paris et de s Pays-Bas et la Société Générale de Belgique.

Le rendement des impôts, et, grâce à une administration financière un peu plus sage, le crédit public, se sont améliorés. Les déficits budgétaires ont été progressivement réduits et depuis trois ans, les exercices se soldent en excédent. Il s'en suit une élévation des cours des emprunts argentins à l'intérieur et à l'étranger et la récente conversion de 6 pour 100 a été effectuée avec succès. Le crédit accordé aux

grandes sociétés commerciales a suivi la même marche et le tableau suivant permet d'apprécier les progrès des principales valeurs argentines (1).

Titres du pays.	1902	1903	1904	1905
Emp. pop. 1898. . . .	74,6	87,2	100,3	101,7
Emp. int. 1891. . . .	75	87	100,2	101,3
Emp. langot 1897.. . .	83,5	89	101	101
Fond. public. 1892. . .	74	84	98,3	101
Emp. consol 1894. . .	84,5	92	100	99,8
Munic. Bs. As. 1897.. .	75	79	95,5	97
— consol. 1891... .	90	81,9	96,5	100
— consol. 1882. . .	71	74	86,5	101,3
Bco. nacion certific. . .	99	97	100,5	100,5
Bco. de la province de Bs. As. certific.	31	29,6	45	55,8
Sta Fé consol. 1896. . .	52,5	66,2	89	88,5
— — 1898. . .	52	66,5	85,3	87,3
Cedulos nacion. G. . .	82,5	87,5	102	103,6
Cedulos nacion. H. . .	77	83,9	101,5	103
Céd. prov. 8 p. 100. . .	14	15,5	18,6	27
Titres extérieurs :				
Obl. publ. 1886 5 p. 100.	93	99,5	102	104
F. C. Cent. Norte 5 p. 100.	77	85,8	94	99,5
Harr Doll. 3 1/2 p. 100..	52	50,5	68,5	75,5
Moratoria 6 p. 100. . .	95	101,5	102,5	105,3
Obr. Salubrid. 5 p. 100..	83	89,5	95,5	100,5
Rescis. Garant. 4 p. 100.	61	72,5	80	87,8
Conv. Dend. Pr. 4 p. 100.	61	70,5	75	85,8
Actions :				
Comp. Noc. de Fosf. . .	135	132	150	160
Comp. Sansinena.. . .	200	265	170	142

(1) Nous empruntons ce tableau à l'*Amérique Latine,* organe officiel de la Ligue Latine de France et des Républiques Latino-Américaines.

	1902	1903	1904	1905
Mercado Central	136,5	132,5	135	129,5
Catalinas	6	10,3	21	37
Muelles de la Plata	3,3	5,2	4,4	13
Fabr. de Popel (La Argentina)	129	125	175	175
Fabr. de Bolsas (La Primitiva)	110	100	170	188
Bolsa de Comercio	135	120	140	140
Comp. Sud. de Bill. de Banco	27	35	43	43
Puerto S. Nicolas	3,5	9,5	21	53
Banco Español	125,3	133,5	163	150
Banco de Italia	95,5	88,5	101	100
Banco Francès	100	90	114	112
Bco del Comercio	90	92	101	110
Bco Nuevo Italia	108	108	123	138
Bco de Londr. (£ 15)	47,6	49	46	48,5
Bco Britanico (£ 10)	10,5	10	9,7	13
Bco de Londres y Brazil (£ 10)	19,5	17	16	17,2
Bco Tarapaca y Argentina (£ 5)	4,5	5	5	6,1

A ces signes d'amélioration générale, on peut ajouter des indices particuliers et très précis sur la situation économique actuelle : Depuis 1902, les dépôts dans les huit banques nationales ont augmenté de 60 pour 100 et l'encaisse de 11 pour 100. On a des renseignements moins nets sur les banques étrangères qui sont beaucoup plus importantes. Mais la progression y a été au moins égale, si non supérieure. De 1903 à 1904, les escomptes dans les sept principaux établissements de crédit, tant nationaux qu'étrangers, ont augmenté de 48 mil-

lions de piastres papiers. Le taux de l'escompte, qui était de 6 à 7 pour 100 en 1902, est descendu à 4 et 4 1/2 pour 100 en 1904, et celui des prêts hypothécaires est tombé de 9 et 10 à 7 et 8 pour 100.

La République Argentine constitue donc un terrain d'affaires très intéressant et comme elle ne possède les ressources nécessaires ni en hommes ni en argent, son développement doit être, en grande partie, l'œuvre des vieilles nations capitalistes. Déjà, grâce à la stabilité précaire que l'expédient de la caisse de conversion donne au papier-monnaie, des capitaux étrangers assez considérables sont entrés dans le pays, mais une institution à la merci d'une série de mauvaises années agricoles ne suffit pas à leur assurer une sécurité qui ne peut résulter que de l'adoption d'un régime monétaire logique et solide. C'est à ce souci, que répond le projet de loi présenté récemment au Congrès, mais qui ne paraît pas devoir être discuté avant la prochaine session.

*
* *

Aujourd'hui, la République Argentine est pratiquement au régime du papier-monnaie inconvertible. Son système monétaire primitif, qui n'existe plus qu'en théorie, avait été établi en 1881. Il est assez bizarre, car la frappe de l'argent y est libre, mais son pouvoir libératoire

limité à 10 pesos ou 50 francs. L'unité monétaire est le peso or, pesant 1gr,6129 au titre 0,900 et le peso argent, pesant 25 grammes à 0,900. Le rapport entre les deux métaux est donc de 1 à 15 et demi comme en France et la parité du peso est de cinq francs. Les monnaies réelles étaient les pièces de 5 et 2 pesos et demi en or et de 1 peso, 50, 20, 10 et 5 centavos en argent.

La désorganisation de ce système, que la baisse de l'argent rendait probable, fut accélérée par les émissions insensées de papier-monnaie qui eurent lieu entre 1885 et 1891. Durant cette période, le Gouvernement, les Banques et les particuliers furent atteints d'un véritable vertige financier. Tandis que l'État contractait emprunt sur emprunt, les émissions de papier se précipitaient avec une vitesse d'autant plus grande que sa valeur diminuait. L'or qui était au pair au commencement de 1885 atteignait 140 pour 100 à la fin de l'année; en 1888 il était à 154 pour 100. Il semble bien que si la prime ne monta pas plus vite encore, c'est que le volume énorme des transactions qui s'effectuaient à cette époque exigeait une grande quantité d'instruments de paiements et facilitait l'absorption du papier. On se livrait, en effet, à une terrible spéculation, surtout sur les propriétés foncières. Des fortunes passagères se faisaient en un jour, car la même parcelle de terre inculte passait de main

en main avec une rapidité extraordinaire et son prix s'élevait sans cesse. On en arriva à trafiquer de villages purement fictifs.

Suivant le processus classique, la crise éclata en 1890, compliquée d'une révolution, de la faillite de l'État et bientôt après, du Krach Baring. La plupart des banques, qui avaient avancé des sommes énormes sur des immeubles dont la valeur imaginaire s'effondra, se trouvèrent impuissantes à réaliser leurs gages et durent suspendre leurs paiements. Les cours de toutes les valeurs tombèrent et la dépréciation du papier atteignit 358 pour 100 en 1894.

La fin de cette liquidation douloureuse marqua le point de départ d'une nouvelle période, non de spéculation, mais de développement sérieux et de prospérité solide. A cette époque, il y avait pour 307 millions de pesos de papier en circulation ; le retrait de 12 millions les réduisit à 295 millions. Malgré la faiblesse de cette diminution, nous voyons la prime sur l'or s'abaisser rapidement. Au mois de janvier 1896 elle n'est plus que de 227 pour 100, un an après elle est à 187 pour 100, au début de 1898 à 164 pour 100. Dans le courant de l'année, elle s'élève jusqu'à 175 pour 100, puis brusquement, en six mois, tombe à 108 pour 100. C'est que la proportion entre les billets en circulation et les besoins de numéraire a diminué beaucoup plus vite de leur quantité absolue. En ces quelques années, si la circulation

est restée stationnaire, la population a augmenté de 17 pour 100 et le mouvement commercial de 30 pour 100 ; l'instrument d'échange est plus demandé qu'auparavant et sa valeur s'élève. De plus, grâce à l'accroissement des exportations, l'or entre tous les ans dans le pays en grande quantité.

Comme il fallait s'y attendre, cette *appréciation* des billets amena une nouvelle crise. A mesure que le papier s'était déprécié, les prix avaient monté ; la valeur du papier s'améliorant, il fallait que les prix baissent de nouveau pour maintenir l'harmonie. Ce fut surtout la chute soudaine de la prime de l'or, dans la seconde moitié de 1898 qui rompit l'équilibre et provoqua de ces luttes d'intérêts qui aggravent généralement la situation des pays à change déprécié.

Deux partis se formèrent : d'un côté, le capital étranger : les banques, les chemins de fer, les compagnies d'assurances, les maisons d'importation, qui ont intérêt à voir le papier revenir au pair ; de l'autre, le capital indigène : les éleveurs, les agriculteurs, les industries locales, tous ceux qui payent en papier et vendent en or et dont chaque baisse des billets augmente, en principe, la marge des bénéfices.

Ce furent ces derniers qui l'emportèrent et leur campagne aboutit en 1899 à la création de la Caisse de conversion. Cette très discutable institution avait pour but d'arrêter l'appréciation du

papier et d'empêcher son retour au pair. Elle comportait la formation d'une réserve en or destinée à rembourser les billets au taux de 44 centavos pour un peso, correspondant à une prime sur l'or de 127,27 pour 100. C'était la stabilisation du peso-papier à 44 centavos ou 2 fr. 20. Si elle a réussi et si, effectivement, depuis le mois d'octobre 1902, la prime sur l'or reste fixe à 127,27 pour 100, ce n'est pas la faute des organisateurs de la Caisse de conversion. Il a fallu pour cela une série exceptionnelle d'années favorables à l'agriculture, pendant lesquelles l'Argentine est restée créditrice de l'étranger.

En effet, au lieu de servir uniquement à garantir les 295 millions de papier déjà en circulation, la Caisse de conversion émet elle-même des billets dans la limite de son encaisse. Elle a lancé ainsi pour 112 millions de pesos de billets, ce qui en porte le total à 407 millions. Le fonds de conversion s'élevant actuellement à 53 millions de pesos-or ne garantit donc qu'une faible partie de la circulation. La simple prudence exigeait évidemment qu'on retirât les billets anciens, à mesure qu'on lançait les nouveaux, sinon l'on s'exposait à une crise d'inflation monétaire et, par suite, à une nouvelle dépréciation du papier. S'il n'en a pas été ainsi c'est que l'activité économique de la République Argentine s'est développée avec une rapidité et une régularité qu'aucun événe-

ment fâcheux n'est venu contrarier. Grâce aux besoins croissants du commerce, les nouvelles émissions ont été absorbées avec une surprenante facilité.

Mais ce n'était pas le seul danger d'une institution aussi sommairement étudiée. En mettant immédiatement à la disposition du public l'or de la Caisse de conversion, on pouvait le voir disparaître rapidement, car la position créditrice de l'Argentine vis-à-vis de l'étranger, reposant uniquement sur la réussite de la campagne agricole, est extrêmement fragile. Une longue sécheresse, des pluies prolongées compromettant les récoltes et provoquant des maladies sur le bétail et l'excédent des exportations ferait place au déficit. Pour effectuer les paiements à l'étranger, on présente alors les billets au remboursement et l'or de la caisse s'enfuit hors du pays. C'est miracle qu'un pareil fait ne se soit pas produit, mais on voit combien il serait dangereux de compter plus longtemps sur le maintien de cet équilibre instable et jusqu'à quel point s'impose le remplacement d'un système empirique par un régime monétaire raisonné et solide.

La fixation du taux de convertibilité des billets à 44 centavos, soit un peu moins de la moitié de leur valeur, soulève en outre une question d'honnêteté financière qui se pose également pour d'autres pays. Parmi les violentes protestations que souleva la création de

la Caisse de conversion, le reproche le plus général qu'on adressa au gouvernement fut qu'il violait ses engagements. Les billets constituent, en effet, des promesses de payer une somme fixe et si l'on ne donne que 44 centavos au lieu de 100 qu'on s'était engagé à payer, c'est tout simplement une façon assez cavalière de faire faillite.

Le gouvernement essaya de se justifier par deux raisons qui ne tiennent pas debout. La première c'est que, seule, la plus faible partie des billets, ceux-là seulement qui avaient été émis avant 1885 avaient été pris au pair ; dans la suite, la dépréciation faisant son œuvre, les émissions postérieures avaient été acceptées pour une valeur de plus en plus faible et même, pendant longtemps, très inférieure aux taux fixé pour la conversion. Il s'ensuit que si les personnes qui ont reçu des billets avant 1885, sont lésées par la loi de conversion, celles, au contraire, qui en ont reçu entre 1889 et 1902, époque où la prime sur l'or était supérieure au taux fixé de 127 pour 100, réalisent un joli bénéfice. Il y a donc compensation.

Cette explication ne manque pas de gaieté. Qu'est-ce qui a baissé à partir de 1885 ? Ce ne sont pas les engagements de l'État ; un billet de 5 pesos même en 1894 constituait toujours une promesse de payer 5 pesos en or et si cette promesse en vint à n'être plus acceptée que pour 2 pesos, c'est que le crédit du débi-

teur baissait et non pas le montant des billets souscrits. S'il ne s'était engagé réellement qu'à payer 2 pesos, son billet aurait été pris, non pas pour ce chiffre, mais pour quelque centavos seulement.

A cela le gouvernement répondit que, les billets ayant changé de mains depuis leur émission, il était impossible de retrouver les personnes lésées. Mais comme les billets sont des promesses de payer *au porteur,* il est, au contraire, extrêmement facile de retrouver les créanciers et ce second argument est aussi peu sérieux que le premier. La fixation du taux de conversion à 44 centavos constitue, sans aucun doute, une faillite partielle bien caractérisée qui porta préjudice à toute une catégorie d'intérêts très respectables.

Quoi qu'il en soit, la situation actuelle paraît favorable à une réforme. Depuis la fin de 1902, la prime de l'or se tient à 127,27 pour 100 et les prix se sont accommodés à la valeur de 44 centavos attribuée au peso par la loi de conversion. Dans ces conditions, il serait certainement très dangereux de vouloir remonter les billets jusqu'à leur valeur nominale et, quelle que soit l'étendue des dommages causés, on ne peut, pour les réparer, compromettre par une nouvelle crise, le développement économique du pays.

La réforme doit donc confirmer purement et simplement la convertibilité des billets au



taux de 44 centavos ou plutôt au poids d'or correspondant à 44 centavos de l'ancienne monnaie, c'est-à-dire 3gr,5483 à 0,900.

D'après les dernières statistiques, la circulation se décompose de la manière suivante: papier: $ 471 905 480 équivalent à $ 207 638 411 or; existences en or : $ 53 000 000 à la Caisse de conversion et $ 41 000 000 à la Banque de la Nacion, soit au total $ 94 000 000 or. La circulation fiduciaire se trouve donc garantie jusqu'à concurrence de 45 pour 100. C'est évidemment une proportion assez faible, mais si l'importance de la position créditrice de l'Argentine continue à s'accroître, elle sera promptement renforcée. Il faut remarquer, toutefois, que cette position créditrice ne doit pas augmenter proportionnellement au développement des exportations, car celui-ci est, en grande partie, le fait des immigrants qui augmentent la puissance productive des indigènes mais qui, en revanche, envoient en Europe la plus grande partie de l'or qu'ils gagnent et s'en retournent eux-mêmes, avec leurs économies, dès qu'elles leur permettent d'acheter un peu de terre dans leur pays d'origine.

Il s'agit maintenant de remplacer l'ancienne circulation métallique qui a disparu et qui, comme nous l'avons vu, reposait sur des principes défectueux.

Deux projets se trouvaient en présence. Le premier consistait à prendre comme unité une

piastre d'or ayant la valeur de 44 centavos de l'ancienne monnaie. Le seul mérite de ce système était d'harmoniser immédiatement la nouvelle monnaie métallique avec la circulation de papier. Les comptabilités tenues en papier n'auraient eu à subir aucun changement, mais, en revanche, la transformation des comptabilités en or aurait donné lieu à des calculs assez compliqués.

Le projet présenté par M. Terry, ministre des Finances, à l'ouverture de la session du Congrès, le 23 octobre dernier, a l'avantage de reposer sur une unité monétaire déjà connue, en usage dans plusieurs pays qui entretiennent des relations commerciales étendues avec l'Argentine, et pour laquelle, par conséquent, tous les calculs de rapport avec les autres monnaies sont déjà faits.

La base du nouveau système est l'*Argentino* d'or pesant 32 528 cent millièmes de gramme à 0,900. C'est donc l'équivalent du franc, de la peseta, de la lire et de la drachme.

Les monnaies réelles seront des pièces de 100, 50, 20, 10, et 5 argentinos en or. Les pièces d'argent de 2 et de 1 argentino seront identiques à nos pièces de 2 et de 1 franc, pesant respectivement 10 et 5 grammes, au titre 0,835.

L'argentino étant divisé en 100 centavos, il sera frappé des pièces de 50, 25, 10, 5 et 2 centavos et demi en nickel.

La frappe de l'or sera libre ; celle de l'argent et du nickel sera limitée à 10 argentinos par habitant. Peut-être est-ce là une proportion un peu forte. Dans les pays de l'Union latine, la monnaie divisionnaire est fixée à 7 francs par habitant.

Enfin, les monnaies d'argent auront force libératoire jusqu'à concurrence de 20 argentinos et celles de nickel jusqu'à 5 argentinos.

Le projet fixe la date du 1er janvier 1909 pour la mise en application du nouveau système, à condition que la Caisse de conversion renferme à cette époque, au moins l'équivalent de 150 millions d'argentinos nouveaux, soit $ 30 000 000 or. Jusque-là, nous en sommes réduits à espérer qu'aucun événement fâcheux ne provoquera un fuite de l'or.

De nouveaux billets en conformité avec le système adopté seront émis par la Caisse de conversion pour remplacer les anciens. Elle en délivrera, en outre, d'une manière permanente, en échange d'espèces en or, et pour éloigner du gouvernement la tentation de puiser dans le fonds de conversion en cas de besoins exceptionnels, la loi décidera que l'or de la caisse « ne peut, en aucun cas, ni sur aucun ordre, être affecté à aucun objet autre que la conversion des billets, sous la responsabilité personnelle des membres de la Caisse de conversion et des employés qui en font la délivrance ».

Il n'y a pas de critique de principe à faire à ce projet dont l'application ne causera certainement aucun trouble dans la situation économique de l'Argentine. Les petits inconvénients qui résultent pour la comptabilité d'un changement de l'unité monétaire seront même réduits au minimum. Pour les comptabilités tenues en papier, il suffira de multiplier par 2,20 et pour celles tenues en or, par 5, le nouvel argentino étant exactement le cinquième de l'ancien.

Il faut seulement souhaiter que ce projet soit voté le plus tôt possible. C'est, malheureusement, ce qui ne paraît pas devoir se faire, car le Congrès ne l'examinera certainement pas au cours de la session actuelle. Il y a pourtant tout intérêt pour la République et pour les étrangers, à ce qu'il ne reste pas à l'état de bonne intention.

II

LA STABILISATION DE LA PIASTRE AU MEXIQUE

L'ancien système. — La dépréciation de la monnaie est-elle la cause de la prospérité actuelle du Mexique? — Essais infructueux pour régulariser les cours de l'argent. — La réforme et ses résultats : stabilité du change, développement des importations de marchandises et de capitaux.

La sage administration du président Porfirio-Diaz, en prenant les mesures nécessaires à l'amélioration du change, a supprimé le dernier obstacle qui s'opposait à la complète prospérité du Mexique. La réforme ne s'est pas accomplie sans résistance, ni sans que des objections cent fois refutées fussent soulevées de nouveau, mais la fermeté d'un Gouvernement, qui a déjà à son actif le relèvement économique de son pays, a su en triompher et les longues études entreprises sous sa direction par une Commission spéciale ont eu pour conclusion la loi monétaire, votée en décembre 1904.

La loi du 27 novembre 1867 avait établi au Mexique le bimétallisme classique, improprement appelé régime du double étalon. Deux

monnaies jouissaient de la frappe libre et du pouvoir libératoire illimité: la piastre d'or, pesant 1gr,692, au titre 875 millièmes, et la piastre d'argent, pesant 27gr,073, au titre 902,7. Elles valaient respectivement, en monnaie française, 5 fr. 10 et 5 fr. 43 au pair. Leur rapport légal 16,5 était légèrement supérieur au rapport commercial de l'or et de l'argent, qui fut, en 1867 : 15,57 en moyenne.

Mais à partir de 1873, la valeur de l'argent commença à baisser, et depuis cette époque, au milieu de fluctuations et de soubresauts parfois considérables, la chute s'est poursuivie sans arrêt. L'argent, qui valait à Londres, en 1871, 60 d. et demi l'once standard, est tombé progressivement à 24 d. 1/16 en 1902, pour se relever, en 1904, aux environs de 26 d. De ce fait, le rapport de valeur entre les deux métaux précieux a monté de 15,59 à 36,28.

Une fois de plus, la célèbre loi de Gresham s'appliqua, et la bonne monnaie, c'est-à-dire la piastre d'or, disparut du Mexique. En effet, tant que le rapport commercial entre l'or et l'argent resta inférieur au rapport légal de 16,5, on eut avantage à garder le premier sous forme de monnaie, puisqu'alors un gramme d'or monnayé valait 16 grammes d'argent, tandis qu'en lingot, il n'aurait valu, en 1867, par exemple, que 15gr,57. Mais, dès que la valeur de l'argent décrut et que le rapport commercial devint supérieur au rapport légal, il fut

plus avantageux de fondre la monnaie d'or et de l'employer en lingots, car avec un gramme d'or monnayé on ne pouvait toujours se procurer que 16gr,5 de monnaie d'argent, tandis que, maintenant, par exemple, un gramme d'or en lingot s'échange contre 36gr,28 de monnaie d'argent.

Le Mexique passa donc en fait à l'étalon unique d'argent.

Or, dans tout pays où la frappe n'est pas limitée aux nécessités des transactions, la valeur de la monnaie d'argent, n'étant pas maintenue par une rareté relative, tend à se rapprocher de la valeur marchande de ce métal.

Jamais peut-être cette loi ne s'appliqua plus complètement qu'au Mexique, qui est le plus gros producteur d'argent du monde entier. Les mines suffisent non seulement à la consommation monétaire et industrielle du pays, mais, encore, elles fournissent de piastres l'Extrême-Orient. La monnaie d'argent fut donc toujours en surabondance, et l'offre en dépassant constamment la demande, elle n'eut plus d'autre valeur que celle du métal dont elle était formée. Du pair : 5 fr. 43, la piastre argent tomba à 4 fr. 67 en 1880, 4 fr. 25 en 1890, 2 fr. 52 en 1900 et 2 fr. 32 en 1904.

Mais si elle suivit la dépréciation progressive de l'argent métal, elle en subit également les oscillations continuelles, dont l'amplitude peut

se mesurer aux cours extrêmes de l'once standard sur le marché de Londres. Les voici pour ces dernières années :

	Plus haut.	Plus bas.
1900.	30,19	27 »
1901.	29,56	24,94
1902.	26,12	21,69
1903.	28,50	21,75

* * *

Le Mexique n'avait donc plus qu'une monnaie dépréciée de plus de moitié et dont la valeur variait du jour au lendemain entre des limites fort éloignées.

Quel fut sur l'état économique du Mexique l'influence de la dépréciation monétaire ? Rarement, on a pu soutenir avec plus de vraisemblance que la hausse des changes constitue un état favorable à l'industrie nationale. Depuis dix ou quinze ans, l'essor économique du Mexique est absolument remarquable. De 1894 à 1904, les exportations ont augmenté de 121 pour 100, passant de 95 millions de piastres à 210 millions, et les importations se sont élevées de 167 pour 100 : 177 millions de piastres en 1904, contre 66 millions en 1894. En outre, l'examen détaillé des divers chapitres du commerce extérieur indique une situation très saine. Les principales exportations ont

pour objet les métaux précieux qui constituent la grande richesse du pays et les produits manufacturés. Au contraire, l'accroissement des importations a porté surtout sur les outils, les machines et les matières premières nécessaires à l'industrie.

Y a-t-il entre cette prospérité et la tension des changes relation de cause à effet ou simple coïncidence ? A ceux qui soutenaient la première opinion, M. Limantour, ministre des Finances, répondit par une statistique victorieuse. Dans la période comprise entre 1881 et 1891, l'exportation passa de 25 à 53 millions de piastres or, soit une augmentation de 100 pour 100, alors que la dépréciation monétaire était encore très faible : la valeur de la piastre variant entre 84 et 89 centièmes de dollar. De 1891 à 1901, cette même piastre tomba de 84 à 48 centièmes de dollar : logiquement, l'exportation aurait dû doubler : or, l'accroissement constaté ne fut que de 21 pour 100.

Aussi bien la question était-elle mal posée. Il y a, à la renaissance industrielle et commerciale du Mexique, une infinité de causes dont les moins douteuses sont la sagesse du Gouvernement, l'amélioration des procédés d'exploitation, le développement des voies de communication, surtout des chemins de fer, l'abaissement des prix de transport, la suppression des octrois qui permettaient aux états

et aux villes d'accabler d'impôts les produits venant des autres parties du pays, et, enfin, les conditions atmosphériques qui furent exceptionnellement favorables, Qu'à toutes ces raisons, on puisse, ou doive même, ajouter dans certains cas, pour certaines industries d'exportation, la hausse des changes, rien de plus juste, mais cette cause est loin d'être la seule, et on peut même dire qu'elle est la plus discutable, car si elle a quelques bons effets, on ne saurait nier qu'à d'autres points de vue elle produit de déplorables conséquences.

M. Limantour, qui, en présentant son projet de réforme monétaire, a dû répondre à beaucoup de critiques, a recherché avec soin qu'elle avait pu être l'influence de la hausse des changes sur le développement industriel du pays. Il est arrivé à cette conclusion qu'un très petit nombre d'industries lui devaient leur prospérité. Et encore il ne s'agit que d'exploitations de peu d'importance, comme la culture du henequen, celle de quelques céréales, telles que le haricot et le pois chiche, et le commerce des peaux non tannées. La plupart du temps, la dépréciation de l'unité monétaire n'a été qu'un stimulant tout à fait secondaire et, en tout cas, momentané, car, comme nous l'avons dit précédemment, les prix ne tardent pas à s'élever à l'intérieur, et l'exportateur finit par ne plus tirer aucun bénéfice de la diminution de la monnaie.

Par contre, la tension des changes produit des désordres dont on ne peut douter. Ainsi, le réajustement des prix à la nouvelle valeur de la piastre ne se fait pas régulièrement, mais par saccades. Certains objets renchérissent avant d'autres : le pain, par exemple, avant les salaires et les appointements des employés. Il en résulte pour la majorité de la population une gêne très pénible.

De plus, si l'on réfléchit un instant à l'insécurité que les oscillations du change introduisent dans tous les marchés internationaux, on doit convenir qu'il y a là, comme nous l'avons déjà expliqué, une entrave permanente au commerce extérieur et à l'immigration de capitaux étrangers, qui pourraient trouver au Mexique un emploi très avantageux.

En résumé, si le commerce et l'industrie mexicains se sont développés, c'est grâce à un ensemble de causes générales auxquelles la dépréciation monétaire a pu collaborer, en créant, pour un temps, une prime à l'exportation, mais, une fois cette prime disparue, elle ne peut donner que de mauvais résultats. En sorte que si, mettant les choses au mieux, nous admettions que la prospérité du Mexique a eu pour cause unique l'amoindrissement de la piastre, il n'en faudrait pas moins reconnaître que c'est désormais un facteur usé, que le souci de l'avenir oblige à supprimer le plus tôt possible.

*
* *

Pour arriver à ce résultat, on envisagea toutes les solutions possibles. Les démarches auprès des gouvernements étrangers pour amener une plus grande stabilité sur le marché de l'argent ne donnèrent pas de résultats pratiques. On ne s'arrêta pas davantage à l'adoption effective de l'étalon d'or. Cette mesure, qui a toujours l'inconvénient de coûter très cher, aurait été particulièrement nuisible au Mexique par le trouble que la démonétisation de la piastre aurait jeté sur le marché de l'argent.

Le système adopté, après de longues études, est celui de *l'étalon d'or avec circulation d'argent*, ce qui ne signifie pas que la monnaie d'argent sera désormais échangeable contre de la monnaie d'or, mais seulement que la valeur de la piastre argent est évaluée par rapport à l'or. Il ne s'agit donc là que d'un étalon purement théorique,

La nouvelle valeur légale de la piastre est fixée à 0gr,752 d'or fin, soit 2 fr. 589 ou un demi-dollar environ, ce qui porte le rapport légal des deux métaux à 32,5. Cette valeur est légèrement supérieure à la valeur intrinsèque au moment de la réforme de la piastre soit 2 fr. 42, l'once standard étant coté à Londres 27 d. 1/4.

La réforme a donc consisté à stabiliser l'état

actuel de la circulation : d'abord, à peu de choses près, la valeur de la piastre, puis par la suppression de la frappe libre, le nombre de piastres existantes.

Le résultat de ces mesures est facile à discerner. La liberté de la frappe avait discrédité la piastre. Elle n'était plus qu'un vulgaire petit disque d'argent pesant 27gr,07 et revêtu d'une effigie, petit disque fort commode à la vérité, puisqu'on pouvait l'échanger contre toutes sortes de marchandises. Mais comme il était très facile de s'en procurer autant qu'on voulait, son utilité spéciale ne lui donnait aucune valeur supplémentaire. Désormais, la quantité de piastres étant fixe, tandis que les transactions et avec elles le besoin de monnaie se développeront, la piastre perdra son caractère purement commercial de disque d'argent d'un poids déterminé ; sa rareté relative fera sentir l'importance de sa fonction pratique, et on lui accordera de ce fait une valeur supérieure à celle de la quantité du métal qu'elle renferme.

C'est ainsi que la valeur de la piastre se séparera peu à peu de celle de l'argent et remontera jusqu'au taux fixé par la loi. Ce mouvement sera d'autant plus facile que le stock monétaire actuel du Mexique n'a rien d'exagéré. On l'évalue à 19 fr. 25 environ par habitant. Beaucoup de pays ont un chiffre supérieur.

Quelques mesures supplémentaires ont été nécessaires, soit pour assurer le plein effet de

la réforme, soit pour remédier au préjudice qu'elle porte à certaines industries.

En premier lieu, on a prohibé la réimportation des piastres fournies par les producteurs mexicains à l'Extrême-Orient. A vrai dire, le danger n'était pas très grand, car l'Asie, qui absorbe une grande quantité de piastres, ne les rend jamais. Toutefois, afin d'éloigner jusqu'à la tentation d'une réimportation clandestine, les monnaies exportées seront frappées d'un poinçon spécial qui les rendra facilement reconnaissables.

D'autre part, le gouvernement a dû prendre en considération la situation des propriétaires de mines d'argent, qui n'auront plus la faculté de transformer en monnaie une partie de leur production. On leur donnera une compensation par la suppression d'une partie des charges fiscales qui pesaient sur les mines et le gouvernement leur accordera des avances sur les lingots, qu'il se chargera ensuite de réaliser dans les conditions les plus favorables.

Il y a tout lieu de croire que la réforme monétaire mexicaine, qui a été très intelligemment comprise et exécutée avec le souci de sauvegarder tous les intérêts, produira les effets qu'on en attend. Nous en avons pour garant l'exemple des Indes anglaises. La roupie, dont la valeur nominale était de 2 fr. 37, tomba à 1 fr. 45. En 1893, la frappe libre fut supprimée et la valeur de la roupie stabilisée à 1 fr. 67.

Non seulement elle atteignit le pair, mais encore elle le dépassa, et on dut y remédier par de nouvelles frappes. Il n'y a pas de raison pour que la réforme mexicaine, basée sur le même principe, n'aboutisse pas aux mêmes effets. La reproduction des mêmes phénomènes sous l'influence de causes identiques prouve que, même en la délicate matière du change, il est parfois possible d'expérimenter avec une certitude presque mathématique des résultats.

Mars 1905.

La réforme monétaire mexicaine a déjà produit les effets que nous en attendions et qu'il était facile de prévoir. La valeur de la piastre s'est désolidarisée des cours de l'argent. Elle s'est élevée de 20 centimes environ et se tient actuellement entre 2 fr. 54 et 2 fr. 58.

Récemment, le *Mexican Herald* signalait d'autres conséquences heureuses de la réforme. Les capitaux étrangers, trouvant désormais au Mexique la sécurité qui leur est nécessaire, affluent dans le pays dont les richesses naturelles et la situation générale justifient la création d'un grand nombre d'affaires. Les importations se sont développées et la consommation des marchandises étrangères augmente tous les jours. En même temps les exportations de piastres vont en décroissant ; la diminution pour les dix premiers mois de l'année fiscale 1904-1905 atteint 16 000 000 de piastres. Ce

dernier fait cependant doit être attribué autant aux réformes effectuées en Extrême-Orient qu'à la réforme mexicaine elle-même.

D'autre part, il ne semble pas que la marche générale des affaires ait souffert, en quoi que ce soit de la stabilisation de la piastre. Comme le fait très justement remarquer l'*Economista Mexicano*, la meilleure preuve en est dans le maintien au même niveau du taux de l'intérêt. Les producteurs d'argent trouveront aisément d'autres débouchés que la fourniture des piastres en Extrême-Orient. La situation toute particulière des mines d'argent au Mexique leur permet d'atteindre des prix de revient extrêmement faibles et de concurrencer victorieusement les autres pays. Il a lancé dernièrement l'idée d'un trust de l'argent contrôlé par le gouvernement dans le but de régler les stocks et de diriger les cours.

Les profits que le Mexique commence à retirer de sa réforme sont la justification de l'intelligence avec laquelle elle a été étudiée et de la décision qu'on a apporté à son application.

III

LA QUESTION DU CHANGE EN ESPAGNE

Caractéristiques de la situation. — Les luttes d'intérêts entre ceux qui profitent de la dépréciation et ceux qui y perdent. — Le rôle de la Banque d'Espagne. — Simplicité du remède à appliquer. — Les idées de M. Germain et les projets de M. Villaverde.

Il faudrait un volume pour étudier en détail la situation monétaire de l'Espagne. Aussi nous bornerons-nous à en marquer, avec le plus de précision possible, les caractéristiques essentielles. La circulation espagnole, déduction faite de l'encaisse de la Banque d'Espagne, se compose d'environ 350 millions de monnaie d'argent et de près de 1 600 millions de billets. La banque détient 372 millions en or, mais il n'y en a pas dans le public.

La valeur réelle de la peseta étant inférieure à la moitié de sa valeur nominale, on peut dire que la circulation espagnole ; monnaie d'argent et billets, en tout 1 milliard 950 millions, est fiduciaire pour la presque totalité : 1 600 millions de billets, plus la moitié au moins de la

monnaie d'argent : 175 millions, en tout 1 775 millions.

Une circulation fiduciaire ne vaut que si elle est représentative d'une valeur réelle contre laquelle on puisse échanger à tout instant les signes monétaires. Or, si nous examinons la situation de la Banque d'Espagne, nous trouvons que la contre-partie de la circulation est formée par les 374 millions en or et les 515 millions en argent de l'encaisse, auxquels il faut ajouter 600 millions de pagarès du Trésor, 292 millions en Rente intérieure 4 pour 100 et 14 millions d'autres titres. La valeur nominale de cette garantie est sensiblement égale à celle de la circulation, mais c'est moins la valeur que la liquidité qu'il faut considérer, car un billet de banque doit pouvoir être remboursé à tout instant. Or, il est impossible de jeter sur le marché, en un court espace de temps, les 600 millions de pagarès ou billets à ordre du Trésor, les 306 millions de titres du portefeuille, sans provoquer un effondrement des cours.

D'autre part, le rôle de l'encaisse-or est purement platonique, car les billets ne sont plus remboursables en or. On connaît l'origine des pagarès et de la Rente intérieure, qui figurent au portefeuille de la Banque. Ils lui furent remis en gage par l'Etat, auquel la Banque fournit des sommes énormes, surtout pour les besoins de la guerre et de la liquidation qui

suivit. Comme la circulation, lorsqu'elle est libre, se proportionne d'elle-même aux besoins réels, les billets émis en excès n'auraient pas manqué de revenir à la Banque si celle-ci avait continué à les rembourser en or. Elle dut donc défendre son encaisse de métal jaune et avec d'autant plus d'énergie que l'or, une fois lancé dans le public, aurait certainement passé les frontières sans esprit de retour, l'Espagne étant monométalliste argent.

En réalité, la contre-partie vraiment effective et liquide de la circulation se compose uniquement de l'encaisse-argent de 515 millions qui, au change actuel de 33 pour 100, ne valent environ que 386 millions. Donc, d'un côté, inflation de la circulation de papier ; de l'autre, insuffisance de gage qui ne permet pas d'entrevoir la reprise des remboursements en or.

*
* *

En Espagne, la dépréciation du change a créé des conflits d'intérêts d'une acuité exceptionnelle et capables d'empêcher, au moins jusqu'à présent, toute mesure susceptible d'améliorer effectivement la situation. D'un côté, le Trésor et les Compagnies de chemins de fer, qui ont une dette extérieure payable en or et des achats à faire à l'étranger ; de l'autre, la Banque d'Espagne, les spéculateurs sur le change et les exportateurs se livrent à une

bataille dont on ne peut malheureusement prévoir la fin.

Il est facile d'évaluer ce que l'Etat perd au change. Les dépenses à l'étranger peuvent être estimées en moyenne à 60 millions : 41 pour le service de l'Extérieure et une vingtaine de millions pour divers autres objets. Au change actuel de 33 pour 100, la perte annuelle s'élève à 19 800 000 francs. Quant aux Compagnies de chemins de fer, elles perdent du fait de leur dette-obligations, dont elles doivent faire le service en or, et du fait des achats de matériel quelles effectuent à l'étranger et qui se sont élevés, pour 1903 seulement, à plus de 25 millions de pesetas. Depuis dix ans, le change a fait perdre 79 millions de pesetas au Nord-Espagne, 28 millions aux Andalous et 90 millions au Madrid-Saragosse. On a calculé que ces trois Compagnies commençaient à être en perte lorsque le change atteignait 36 pour 100 pour la première, 15 pour 100 pour la seconde et 43 pour 100 pour la troisième. Avec de telles conditions, rien d'étonnant que ni les Andalous, ni le Nord-Espagne ne donnent de dividende et que le Saragosse diminue le sien, déjà si faible. La situation est encore aggravée par ce fait que les tarifs de transports restent les mêmes, alors que le matériel coûte plus cher, que les charges des dettes sont plus lourdes et les salaires plus élevés.

L'augmentation des salaires a été rendue

nécessaire par la cherté croissante de la vie. Le pain et le vin coûtent de dix à vingt centimes de plus qu'en France; la viande de bœuf, de mouton et de porc coûtent le double. Le peuple, lui aussi, a donc à se plaindre de l'élévation des changes, moins toutefois qu'en d'autres pays, car la sobriété et l'endurance de l'Espagnol ont réduit ses besoins au minimum.

A tous ceux-ci qui souffrent d'une façon immédiate de la situation monétaire, il faut ajouter les intérêts généraux de l'industrie et du commerce. Depuis longtemps, les économistes français et espagnols ont insisté sur le rôle bienfaisant que pourraient jouer les capitaux étrangers dans ce pays pauvre en argent, mais fécond en richesses naturelles. Bien que ses mines métalliques soient célèbres, la plus grande partie des gisements reste à exploiter et, sur le marché de la houille, l'Espagne pourrait devenir le plus sérieux concurrent de l'Angleterre. Il en est de même au point de vue agricole; malgré les mesures prises pour la revision du cadastre et l'irrigation de contrées fertiles sous les Maures et maintenant désertes, la proportion des terres non cultivées est plus forte en Espagne qu'en aucun autre pays d'Europe. L'avenir est si tentant qu'en dépit des aléas que les fluctuations du change font courir aux capitaux, des Sociétés anglaises et américaines se sont constituées depuis quelques années, surtout pour la mise en valeur des

terres cultivables. On peut dire que le jour où l'amélioration de la situation monétaire aurait rendu quelque sécurité aux capitaux, la prospérité économique de l'Espagne pourrait devenir magnifique.

Mais il faudrait, pour en arriver là, vaincre la coalition de petits intérêts particuliers qui s'opposent à l'adoption de mesures décisives et au premier rang desquels on trouve la Banque d'Espagne.

Afin de comprendre toute l'originalité de sa politique, il faut songer à la conduite qu'auraient tenue dans des circonstances analogues certains organismes similaires comme la Banque de France, par exemple, ou surtout la Banque d'Angleterre. La principale fonction de ces établissements, en dehors de leur rôle de caissiers du commerce et de banquiers des banquiers, consiste à défendre la circulation monétaire. Lorsque, pour une raison ou pour une autre, le change se tend et que l'or commence à sortir, la banque d'émission, par des remises faites à propos et aux meilleures conditions possibles aux commerçants qui ont des paiements à faire à l'extérieur, abaisse le cours du change, et surtout, par l'élévation du taux de son escompte, retient l'or nécessaire à la circulation intérieure. Elle évite ainsi des émissions exagérées de billets et, partant, la dépréciation de la monnaie.

L'Espagne n'a pas comme la France et l'An-

gleterre qu'à défendre sa circulation, elle doit la restaurer complètement, et l'on se rend compte du rôle salutaire qu'aurait pu jouer la Banque privilégiée, si elle avait voulu seconder les efforts de M. Villaverde et de tous ceux qui poursuivent le relèvement monétaire et économique de l'Espagne. Mais, soutenue par ses actionnaires parmi lesquels doivent se trouver d'importants personnages, poussée par une minorité de spéculateurs et d'exportateurs qui ont, au moins pendant un temps, intérêt à voir les changes élevés, la Banque d'Espagne ne songea qu'à profiter de la mauvaise situation monétaire pour réaliser sur les changes et sur les émissions de papier-monnaie d'importants bénéfices.

On ne saurait cependant la rendre pleinenement responsable, tout au moins des débuts de la crise. Le plus coupable fut le gouvernement espagnol qui, surtout à partir de 1898, et pour la liquidation des dépenses de Cuba se fit consentir par la Banque de formidables avances qui dépassèrent rapidement le milliard. La Banque remet à l'Etat des billets dont la fabrication lui coûte peu de chose et elle reçoit en garantie des obligations du Trésor, des pagarès coloniaux ou de la rente amortissable.

On conçoit quel intérêt a la Banque à faire des avances à l'Etat : avec des billets qui ne lui coûtent que les frais de fabrication, elle se procure ainsi de la Rente et des obligations qui



lui rapportent des intérêts. C'est la plus importante source de bénéfices de l'établissement. M. Neymarck a communiqué récemment à la Société d'Economie politique les recherches qu'il a faites sur le montant annuel de ces bénéfices. En 1895, le total des bénéfices de la Banque étant de 34 millions de pesetas ; la partie provenant des opérations avec le Trésor s'élevait à 6 835 000 soit près de 24 pour 100. Cette proportion s'est élevée, en 1897, à 75 pour 100, en 1898, à 151 pour 100, en 1899, à 127 pour 100 pour s'abaisser ensuite aux chiffres encore respectables de 77, 66, 42 et 45 pour 100.

On ne s'étonnera pas, dès lors, que la Banque ait résisté énergiquement à la politique d'assainissement monétaire de M. Villaverde, politique dont le principe est d'obtenir la réduction de la circulation par le remboursement de la dette du Trésor et la vente du portefeuille. La politique de l'établissement est bien caractérisée par les incidents de 1899 sous le ministère Villaverde.

Lorsque cet homme d'Etat prit le pouvoir, au mois de mars 1899 la Banque avait en portefeuille 1 111 millions en pagarès d'outre-mer et 148 millions en obligations du Trésor. La circulation s'élevait à 1 459 millions et le taux de l'escompte était de 5 pour 100. M. Villaverde remboursa 168 millions. C'était une invitation directe à réduire d'autant la circula-

tion. La Banque non seulement fit la sourde oreille, mais abaissa le taux de son escompte à 4 pour 100. A la fin de l'année, la circulation atteignit 1 523 millions, soit une augmentation de 64 millions. En 1900, même façon d'agir.

Avant l'emprunt de conversion du 4 juin 1899, la circulation était de 1 569 millions. M. Villaverde préleva sur le produit de l'emprunt une somme suffisante pour réduire à 944 millions la dette de l'Etat envers la Banque. La circulation fut ramenée à 1 525 millions, mais la Banque ayant abaissé le taux de son escompte à 3,5 pour 100, la circulation remonta à 1 586 millions puis à 1 623 millions. On voit qu'elle fait payer cher les services rendus pendant la guerre de Cuba et qu'elle exploite résolument la situation qui en est encore la conséquence.

Ainsi, le taux de l'escompte, ce régulateur presque mathématique de la circulation, si adroitement manœuvré par la Banque d'Angleterre, est devenu pour la Banque d'Espagne une arme qui lui permet de s'opposer efficacement à tout progrès de la situation monétaire.

Cette résistance aux efforts de tous ceux qui comprennent les véritables intérêts de l'Espagne s'explique encore par les bénéfices que la Banque tire des changes élevés. Elle est, en effet, le plus gros spéculateur de toute la Péninsule. Achetant le plus possible d'effets sur l'étranger, elle se rend peu à peu maîtresse du mar-

ché du change. Il est bien évident qu'une fois en possession du papier, elle ne le lâche plus sans un bénéfice convenable. Les autres cambistes de moindre importance, qui connaissent bien cette situation, spéculent à coup sûr, et peuvent impunément dicter leurs conditions aux acheteurs d'effets. Il va sans dire que la Banque trouve les fonds nécessaires à ces opérations dans l'émission de nouveaux billets; aussi, en résulte-t-il non seulement une hausse du change, mais un accroissement de la circulation.

Toutefois, la spéculation est moins vive maintenant que le paiement des droits de douane sur certains articles se fait en or. Cette mesure a eu pour effet, ainsi que l'expliquait récemment M. Lacombe (1), de procurer à l'Etat l'or nécessaire à ces remises, en sorte que le change est acheté désormais non plus par un seul acheteur et à un moment déterminé, mais par la foule de ceux qui acquittent les droits et qui savent mieux que le Trésor défendre leurs intérêts.

On a beaucoup critiqué également et à juste titre le taux des avances sur titres. Alors que les principaux fonds d'Etat espagnols, l'Intérieure et l'Amortissable, se capitalisaient à 5 ou 5 et demi pour 100, la Banque maintenait

(1) Études sur le change espagnol publiées dans l'*Information*.

le taux de ses avances à 3 et demi ou 4 pour 100. Il arrivait naturellement que des spéculateurs achetaient de ces titres bien au delà de leurs ressources et les déposaient en garantie à la Banque, qui leur faisait une avance. Ils profitaient ainsi de la différence entre l'intérêt de 3 et demi ou 4 pour 100 qu'ils payaient à la Banque et le revenu des titres : 5 à 5 et demi pour 100.

C'était un nouveau prétexte à émission de billets qui aurait dû profiter cependant plutôt aux commerçants qu'aux spéculateurs. Cette opération est aussi moins lucrative maintenant qu'il y a quelques années, car le taux de capitalisation des fonds d'Etat espagnols a légèrement baissé et la Banque a été obligée d'élever le taux de son escompte et de ses avances à 4 et demi pour 100. Mais, en dehors de l'Intérieure et de l'Amortissable, il reste encore des valeurs sur lesquelles il est possible de se faire consentir ces avances lucratives et si l'on obligeait la Banque à maintenir l'intérêt de ses avances au-dessus du taux de capitalisation des principales valeurs cotées à Madrid, on lui enlèverait par là même un prétexte aux nouvelles émissions : ce serait une manière indirecte de réduire la circulation.

Après la Banque d'Espagne, les adversaires les plus acharnés de l'assainissement monétaire sont les producteurs exportateurs. Ce fait semble venir à l'encontre des théories admises sur le

peu de durée de la prime à l'exportation créée par le change déprécié et contredire ce que nous avons dit plus haut sur l'élévation du prix de la vie et des salaires. La chose s'explique cependant par les conditions un peu spéciales de la vie en Espagne. Malgré la hausse des principaux objets d'alimentation, le salaire, dans beaucoup d'industries, est resté extrêmement faible ; si celui des ouvriers des chemins de fer a augmenté, c'est qu'ils ont profité vraisemblablement de leur situation d'employés d'une grande administration. Mais, d'une manière générale, le manque absolu de confort et la simplicité de vie matérielle de l'Espagnol du peuple lui rendent moins sensible la cherté des subsistances et le portent à se contenter d'un moindre salaire.

Si, d'autre part, les producteurs espagnols mettent tant d'acharnement à défendre le *statu quo*, c'est qu'il s'agit pour eux, non d'un supplément de bénéfices, mais d'une question de vie ou de mort. Beaucoup d'industries ne subsistent que par les bénéfices qu'elles réalisent sur le change. Certaines, comme la Compagnie d'Aguilas, sont connues, mais nous pourrions citer telles autres entreprises particulières dans le Nord de l'Espagne qui se trouvent dans le même cas. Mais ce sont là des exploitations rudimentaires ou des exploitations finies, usées, qui ne se soutiennent plus que par ces moyens artificiels. On conviendra

qu'elles méritent peu d'égards. Ce sont des industries caduques que le change fait vivre, et la prolongation de leur existence, si elle profite à quelques-uns, est nuisible au pays tout entier, car elle ne peut que barrer la route à des entreprises plus jeunes, plus saines et capables de prospérer par leurs propres moyens.

Il est possible, d'ailleurs, que l'Espagne ne soit pas encore mûre pour la réforme monétaire, précisément parce qu'elle n'est pas un grand consommateur et que, n'étant pas habituée au luxe, elle sent moins vivement la hausse des prix à l'intérieur. Il est bien probable que si elle avait derrière elle, comme le Mexique, une période de prospérité, l'amélioration de la situation monétaire serait infiniment plus facile.

*
* *

Nous avons dit que la situation monétaire de l'Espagne était caractérisée par l'inflation de la circulation de papier et l'insuffisance, le défaut de liquidité du gage qui empêchait de reprendre le remboursement en or des billets.

Le remède n'a pas besoin d'être cherché longtemps, il s'impose : c'est le remboursement de la Dette de l'Etat envers la Banque et l'obligation pour celle-ci de réduire la circulation au fur et à mesure des remboursements.

La seule difficulté, outre la répression des

intrigues qui s'opposeront toujours à une diminution des bénéfices de la Banque, consiste à trouver les ressources suffisantes pour rembourser les 600 millions de pagarès qui forment la dette de l'Etat. Un emprunt sera évidemment nécessaire. On a discuté beaucoup sur la forme de cet emprunt. Doit-il être intérieur ou extérieur ? Il semble bien que le premier soit préférable. Un emprunt extérieur ne réussirait qu'à condition que les intérêts en seraient payables en or et les fortes remises que l'Etat devrait faire tous les ans à l'étranger pourraient retarder l'amélioration du change. Et puis, en dernière analyse, l'opération se réduirait presque à ceci : prendre, en une seule fois, un stock d'or, à l'extérieur et le lui rendre peu à peu sous forme d'intérêts. Quand le stock serait épuisé tout serait à recommencer.

On peut donc dire que l'emprunt intérieur doit prévaloir. L'Etat espagnol a chez lui assez de crédit et les capitalistes de ce pays assez de fonds disponibles pour qu'il réussisse. Le projet que M. Villaverde avait préparé comportait un emprunt intérieur amortissable de 700 millions au taux de 5 pour 100. L'émission devait se faire par tranches en quatre ans. Une partie des titres pouvait être placée à l'étranger. Mais les intérêts étant payables en pesetas, il est probable que les autres pays auraient montré peu d'empressement à souscrire.

En même temps, on obligeait la Banque à

seconder l'action du gouvernement, en vendant son portefeuille de rente intérieure et de valeurs industrielles qui ne forment pas un gage assez liquide pour la circulation de papier. M. Osma a d'ailleurs commencé cette exécution.

La circulation s'élevant à 1 600 millions, le remboursement des 600 millions de pagarès la réduirait à 1 milliard. Serait-elle encore exagérée ? M. Henri Germain estimait que non et que l'Espagne pourrait supporter aisément une circulation de un milliard en créant des petites coupures de 25, 20, 10 et 5 pesetas qui, répondant à des besoins continuels, circulent avec une extrême facilité. L'expérience le prouve d'ailleurs : l'Italie a 32 pour 100 de ses billets en petites coupures, le Portugal 33 pour 100, la Russie 37 pour 100 et l'Autriche 55 pour 100. Or, la proportion n'est que de 10 pour 100 en Espagne ; on pourrait facilement l'accroître et par là même rendre la circulation plus légère.

Il serait donc relativement facile, en principe, de réduire à une limite appropriée la circulation espagnole. Mais ce n'est là que la partie négative de la tâche qui s'impose pour relever la situation monétaire de l'Espagne. Il faut encore la doter d'un système métallique solide qui assure la sécurité des transactions extérieures.

Parmi les innombrables solutions qui ont été proposées, nous ne retiendrons que les

deux plus intéressantes : celles de M. Henri Germain et celle de M. Villaverde qui toutes les deux envisagent l'adoption de l'étalon d'or.

Mais la question, qui se présente tout de suite à l'esprit après l'étude que nous avons faite du Mexique, est celle-ci : Pourquoi l'Espagne ne se bornerait-elle pas à consolider la perte de la peseta comme le Mexique a consolidé la valeur au change de la piastre ? C'est que l'Espagne, n'étant pas un gros producteur d'argent, peut, sans inconvénient, choisir entre les deux solutions : stabilisation de la peseta ou adoption de l'étalon d'or. Dans ces conditions, la seconde, malgré les dépenses qu'elle entraîne, est certainement la plus simple et la plus définitive parce que l'or est actuellement le seul métal dont la valeur se défende d'elle-même et reste invariable. Un louis vaut vingt francs parce que telle est sa valeur intrinsèque, indépendante de toute convention, tandis que la piastre mexicaine ne vaudra 2 fr. 59 qu'en vertu d'un ensemble de mesures législatives. On conçoit facilement que, dans l'état actuel du marché des métaux précieux, la circulation d'or est le seul système monétaire *naturel* et qu'il est plus simple et plus sûr de l'adopter quand la chose est possible.

M. Henri Germain, dans une lettre qui est restée célèbre et qui constituait plutôt une ébauche qu'un projet détaillé, fondait toute la réforme monétaire espagnole sur la démonéti-

sation et la vente de l'encaisse argent de la Banque d'Espagne qui s'élève actuellement à 500 millions. Le produit en or de cette vente porterait l'encaisse or de la Banque à 598 millions, sur lesquels on prélèverait la somme suffisante pour rembourser 400 millions de billets.

Cette mesure apparaît immédiatement comme trop brusque et insuffisante en elle-même. Trop brusque, parce que la vente des 500 millions d'argent entraînerait pour le Trésor une perte de plus de 250 millions, perte qui serait dure à supporter d'un seul coup. Insuffisante, parce que les 300 millions d'or lancés dans la circulation par le rachat des billets auraient bien vite fait de disparaître si cette opération n'était pas soutenue par des mesures accessoires.

Il nous semble préférable d'obtenir immédiatement la réduction de la circulation de papier par le remboursement de la Dette de l'État envers la Banque au moyen d'un emprunt intérieur. Il serait loisible alors de démonétiser peu à peu l'argent de l'encaisse et d'acheter de l'or pour garantir le remboursement des billets. En procédant de cette manière, la perte sur la vente de l'argent serait répartie sur une plus longue période et l'or qu'on se procurerait ainsi, au lieu d'aller se perdre, resterait disponible dans les caisses de la Banque pour assurer le remboursement à vue des billets, le jour où celui-ci pourrait être repris.

C'est cette idée qui prévaut dans le projet de M. Villaverde. Une fois la circulation de papier ramenée dans de justes limites, on constituerait graduellement un fonds de prévoyance en or destiné à une double fin : supporter la perte provenant de la démonétisation de l'argent et permettre, lorsqu'il serait suffisant, la reprise du remboursement des billets. Envisagée de cette façon, la réforme devient réellement pratique, car la perte résultant de la vente de l'argent est supportée au moyen de ressources créées à l'avance et indépendantes de l'encaisse, et l'or acheté reste entièrement disponible.

La formation de ce stock d'or serait assurée :

a) Par le solde résultant du recouvrement des droits d'importation et d'exportation en or, après avoir couvert les nécessités du change du Trésor pour ses besoins propres jusqu'à concurrence d'une somme de 25 millions ;

b) Par la réduction obtenue dans les dépenses publiques occasionnées par la perte au change sur les obligations du Trésor à l'étranger. Cette seconde ressource proviendra de ce fait que le Trésor recevant des douanes l'or nécessaire au service de sa dette à l'étranger, n'est plus obligé d'acheter à époques fixes du papier de change et de subir les conditions onéreuses des spéculateurs. En outre, il faut se souvenir que l'élément moral joue un grand rôle dans le cours des changes et la croyance que le paie-

ment en or des billets sera bientôt repris, suffirait à faire baisser le change. M. Paul Leroy-Beaulieu a fait plusieurs fois observer que le simple remboursement de la dette de l'Etat envers la Banque suffirait à ramener le change aux environs du pair. Ce serait une économie de plus pour le Trésor et qui irait grossir le fonds de prévoyance.

Il est vraisemblable, au surplus, que l'Espagne n'aurait pas beaucoup de peine à se procurer l'or nécessaire à sa circulation. C'est un pays naturellement riche mais à peine exploité, et, dès que la situation monétaire serait en voie d'amélioration, les capitaux étrangers ne manqueraient pas d'affluer. Ce mouvement pourrait d'ailleurs être accentué par une meilleure politique de la Banque d'Espagne qu'on obligerait à élever le taux de l'escompte et des avances sur titres.

En somme, on peut résumer ainsi la situation en Espagne. Si la seule maladie dont souffre ce pays était la dépréciation du change, sa richesse et l'abondance de capitaux disponibles chez les nations voisines rendraient la réforme relativement facile. Mais ce que ne peuvent vaincre les économistes ni les financiers, c'est la coalition de petits intérêts particuliers peu respectables, qui s'oppose à cette œuvre patriotique.

Avril 1905.

IV

LE ROLE POSSIBLE D'UNE BANQUE D'ÉTAT AU MAROC

Situation financière et monétaire du Maroc. — Nécessité d'organiser la comptabilité publique et de constituer un régime monétaire satisfaisant. — Rôle de la Banque comme intermédiaire financier et organisateur du crédit. — Défauts probables d'une banque internationale.

Nous avions le dessein d'étudier l'opportunité de l'organisation financière et monétaire du Maroc et le rôle qu'y pourrait jouer une banque d'Etat, lorsqu'une correspondance du *Times* a annoncé que l'établissement d'une institution de ce genre faisait effectivement partie du programme soumis au Makhzen par notre chargé d'affaires. Certains détails qui, à première vue d'ailleurs, paraissaient invraisemblables, ont été démentis dans la suite, mais il semble bien que le principe même d'une banque d'Etat soit réellement compris dans les propositions de la France. Quel pourra être dès maintenant, et surtout dans l'avenir, le rôle de cette institution ?

La situation au Maroc présente des contra-

dictions : il est impossible d'y rien établir de définitif puisqu'il s'agit d'un pays complètement anarchique, mais il n'en est pas moins vrai que le moment ne saurait être mieux choisi pour établir un certain contrôle sur les finances et pour opérer la réforme monétaire.

Au point de vue budgétaire d'abord, il est certain que le Maroc marche à la faillite. Les finances n'y existent pas plus que le reste. Les ressources dont dispose le Sultan sont évaluées à 17 millions environ, mais il y est fait état de revenus aussi incertains que les amendes, les confiscations et les cadeaux des fonctionnaires. Les impôts eux-mêmes qui sont l'*achour* ou dixième de la récolte et le *zekat*, droit de 2 pour 100 sur la valeur des bestiaux, sont d'un rendement très aléatoire, puisqu'ils doivent, la plupart du temps, être perçus *manu militari*. Les ressources les plus sérieuses sont les droits de douane, dont le rendement est estimé à dix millions. Il y a également des monopoles sur le soufre, le plomb, le salpêtre, la poudre et les armes, rapportant environ 500 000 francs.

Les dépenses comprennent le service de l'emprunt contracté l'année dernière : près de 4 millions ; l'entretien de l'armée de terre : 3 millions ; les dépenses pour les douanes, les ports et la marine militaire : environ 400 000 francs ; le traitement des fonctionnaires et des consuls : 350 000 francs ; les dépenses de la

maison impériale, les cadeaux aux mosquées : 3 millions et demi. Au total : environ 10 à 12 millions.

Il est à peu près certain que ces embryons de budgets se soldent par des excédents qui reviennent au Sultan. Mais cela ne l'a pas empêché d'emprunter quelques dizaines de millions pour subvenir aux frais de la répression des rebelles et à diverses autres dépenses improductives. De plus, l'emprunt de l'année dernière n'a pas dû lui rapporter de grandes ressources, puisqu'il n'est, pour la plus grande partie, que la consolidation des emprunts précédents.

Or, nous avons tout intérêt à préserver le Maroc de la banqueroute, non seulement pour ne pas perdre nos capitaux, non seulement parce que ce serait une entrave au développement économique du pays, mais encore pour conserver notre prépondérance. En effet, si de nouveaux emprunts sont conclus, ils peuvent l'être ailleurs qu'en France, et une faillite autoriserait les nations créancières à intervenir directement, au même titre que nous et au détriment de notre influence. On peut dire, il est vrai, que le Maroc trouverait difficilement à emprunter de grosses sommes, et ce serait vrai, s'il s'agissait d'une pure question de finances, mais on sait bien qu'en avançant de l'argent à un Etat insolvable, ou sur le point de l'être, on se réserve par là même le droit

éventuel de s'immiscer dans ses affaires et de prendre des compensations. C'est pourquoi le Maroc pourrait trouver assez facilement des prêteurs en dehors de nous.

A ce point de vue, une banque d'Etat pourrait être d'une utilité très effective. Il nous est impossible d'exercer un contrôle direct sur les finances chérifiennes, puisque nous n'établissons pas de protectorat, mais on peut faire admettre un établissement dont la fonction principale serait de servir de trésorier du gouvernement. Il recevrait toutes les recettes du Trésor en compte courant, opérerait pour le compte du Makhzen le service des emprunts, et exécuterait tous les mandats de paiement de l'administration pour les différents services publics : solde de l'armée, appointements des fonctionnaires, travaux publics, etc., etc... Evidemment, ce ne serait pas une garantie absolue, mais ce serait un grand pas fait dans la voie de l'économie, puisque le premier rôle de la Banque serait de *créer la comptabilité* du gouvernement. Et, au Maroc, l'établissement d'une comptabilité régulière aura un double effet : non seulement elle permettra d'établir la proportion des recettes et des dépenses, mais à mesure que la pacification facilitera et augmentera la rentrée des impôts, on pourra, grâce à elle, inventorier et déterminer exactement l'étendue des ressources budgétaires qui, jusqu'à présent, sont inconnues. Tout le monde

reconnaîtra que la première chose à faire pour un pays anarchique, naturellement dépourvu d'expérience financière et ignorant même le montant exact de ses revenus possibles, est de lui donner un comptable.

A ce rôle de trésorier, la Banque joindrait tout naturellement celui de conseiller financier et même, sous certaines garanties, celui de prêteur. Il serait à désirer également qu'elle servît d'intermédiaire obligé entre le Makhzen et la finance européenne pour les emprunts à venir. Ce dernier point est assez délicat, car il serait injuste de forcer le gouvernement marocain à subir les conditions de la banque. Mais on pourrait au moins, en présence de propositions également avantageuses, lui réserver un droit de préférence.

Passons maintenant à la question monétaire. La circulation marocaine se compose d'abord de 30 ou 40 millions en monnaie nationale ou *ḥ'assani,* comprenant des pièces d'argent de 0 fr. 25, 0 fr. 50, 1 fr. 25, 2 fr. 50 et 5 francs, dont une grande partie a été frappée en France. Comme elle est en quantité insuffisante pour les besoins du commerce et qu'elle n'a cours que dans le pays, c'est l'Espagne qui fournit presque tout le numéraire nécessaire aux transactions. En réalité, la seule monnaie d'un usage courant au Maroc est la peseta. Inutile d'ajouter qu'elle suit toutes les fluctuations du change espagnol.

Or, à toutes les raisons générales, qui militent en faveur d'une réforme, s'ajoutent d'autres motifs particuliers très puissants pour qu'on agisse le plus tôt possible. D'abord, l'Etat n'a qu'une dette relativement faible : les remises d'or qu'il doit faire à l'étranger pour en assurer le service s'élèvent à trois millions et demi environ. Or, plus la dette extérieure est petite, plus l'amélioration du change est facile, puisque les exportations de métal jaune sont peu importantes de ce chef, surtout les exportations à époques fixes, qui facilitent la spéculation sur le change. De plus, le Maroc, manquant de tout, doit être au début un pays importateur, principalement de machines et de capitaux, et nous savons la répugnance qu'éprouve l'or étranger à s'aventurer dans un pays dont le change est instable. Enfin, si l'on attend, pour effectuer la réforme, que des industries se soient créées et que le pays ait pris un certain développement économique, on se heurtera alors à une foule d'intérêts particuliers et hostiles, qui la rendront, sinon impossible, tout au moins beaucoup plus difficile que maintenant.

Là encore, la tâche est au-dessus des forces et des lumières du gouvernement. La réforme monétaire, ou plutôt la constitution d'un système monétaire marocain, ne peut s'accomplir sans la collaboration de financiers expérimentés. Sans doute, le gouvernement devra y

prendre part par les mesures législatives nécessaires, telles que l'interdiction de la peseta (1) et la fixation de la valeur de la monnaie *h'assani*. Mais, il lui sera impossible de procéder à d'autres opérations délicates, telles que la constitution d'un stock de métal jaune nécessaire à l'adoption de l'étalon d'or, adoption qui paraît s'imposer, puisque le Maroc n'a aucune raison spéciale de s'en tenir à une circulation d'argent.

L'établissement d'un régime monétaire satisfaisant se complique de trop de détails minutieux, pour que nous l'examinions d'une manière complète, mais parmi les questions qui s'y rattachent, on peut en signaler deux particulièrement intéressantes, et dans lesquelles une banque d'Etat serait d'une incontestable utilité. D'abord, le commerce du papier de change. En centralisant régulièrement tout le change nécessaire au service de la dette publique, la Banque empêcherait les spéculateurs de dicter leurs conditions au Trésor et lui épargnerait ainsi des dépenses inutiles. Enfin et surtout, elle pourrait avoir une puissante influence sur l'immigration des capitaux étrangers, en organisant le crédit. Actuellement, presque toutes les opérations de crédit sont aux mains des juifs, et le taux des avances

(1) La Conférence d'Algésiras maintiendra certainement la situation de la monnaie espagnole au Maroc. Mais la diplomatie a parfois des raisons que la finance ne connaît pas.

atteint jusqu'à 100 pour 100 pour six mois, dans certains cas. Contrairement à ce qui a été dit souvent, le crédit au Maroc est assez sûr, pourvu qu'il soit à long terme et qu'on n'hésite pas à accorder des renouvellements. Il y aura là, comme dans tous les pays neufs, des occasions de placement très engageantes pour les capitaux étrangers, mais à condition d'éviter la spéculation et de fixer, d'une manière convenable, le taux de l'escompte et des avances, L'autorité dont jouirait un établissement officiel et la surface qu'il présenterait seraient une garantie pour les capitalistes, en même temps que pour le commerce marocain, et faciliterait l'entrée de l'or étranger. L'action d'une banque d'Etat dans ce sens paraît d'autant plus nécessaire qu'il a été commis tant d'abus dans des circonstances analogues.

Nous ne pouvons terminer sans signaler un danger qui risquerait de compromettre l'œuvre que nous attendons d'une banque officielle. Qu'on ne confonde pas le mot « banque d'Etat » avec celui de « banque d'émission ». Un établissement de ce genre n'aurait rien à faire au Maroc, ni maintenant, ni plus tard. Il serait, au contraire, un danger permanent pour les finances de l'Etat, pour le régime monétaire et pour le crédit, car, quelle que soit la fermeté de sa direction, tout le pousserait à des émissions exagérées de billets : le gouvernement qui a besoin d'argent, et la ten-

tation d'ouvrir des crédits avantageux. En réalité, une banque d'émission, au lieu de protéger les finances publiques et la circulation, risquerait d'être le premier et le plus sûr élément de dissolution financière (1).

Tels sont les caractères que devrait avoir une banque d'Etat au Maroc : comptable et trésorier du gouvernement, créateur et défenseur de la circulation monétaire et organisateur du crédit.

Si l'on veut condenser en deux mots la nécessité d'un établissement ainsi conçu, on peut dire qu'elle résulte avec évidence de ces deux raisons : d'une part, impossibilité pour le gouvernement français de gérer directement les finances du Maroc ; d'autre part, nécessité de ne laisser au Makhzen qu'une initiative très restreinte en matière financière.

Mai 1905.

On sait qu'à la suite des incidents provoqués par l'Allemagne et les négociations qui les ont suivis, la question d'une banque d'Etat est actuellement soumise à la Conférence d'Algésiras. Il en résultera une institution internationale. Même si nous laissons de côté notre amour-propre et les droits précédemment acquis par des financiers français, en nous plaçant unique-

(1) Les projets soumis à la Conférence d'Algésiras contiennent cependant des mesures de précaution qu'on peut, en principe, estimer suffisantes.

ment au point de vue de l'intérêt du Maroc, nous ne pourrons que regretter une telle décision. Si l'institution d'une banque d'Etat était chose purement financière, la collaboration d'hommes d'affaires Français et étrangers pourrait donner, là comme ailleurs, d'excellents résultats, mais on prévoit aisément que le Conseil d'administration de la Banque jouera le rôle d'un corps diplomatique accrédité auprès d'un souverain toujours à court d'argent. Les délégués financiers seront le plus puissant moyen d'action des puissances sur le Sultan, et si les luttes passionnées que nous avons vues depuis quelques mois se prolongent, la moindre réforme deviendra extrêmement compliquée, alors qu'elle eût été très simple avec une banque dirigée par des financiers d'une seule nation.

V

OU EN EST L'ÉTUDE DE LA QUESTION MONÉTAIRE EN CHINE

Caractéristiques de la situation actuelle. — Conception archaïque de la monnaie et absence de tout système défini. — Unification sur la base du taël. — Difficultés pratiques résultant de l'insuffisance de l'outillage économique. — La question de l'étalon d'or. — Insuffisance des études faites jusqu'à présent.

Les efforts tentés par tous les grands pays du monde pour provoquer et tourner à leur profit le développement économique de la Chine soulèvent un ensemble de problèmes, à la base desquels tous ceux qui aiment à mettre de l'ordre dans les questions et se rendent compte de leurs positions respectives, placent le problème monétaire.

En d'autres pays, au Mexique, par exemple, l'adoption de l'étalon d'or était désirable parce qu'elle seule permettra de hâter les progrès économiques de la nation. Mais au moins, possédait-il auparavant un véritable système monétaire, un, logique, et, à part l'instabilité, capable

de rendre tous les services d'un bon instrument d'échange. En un mot, la réforme monétaire n'y fut qu'un simple perfectionnement.

La question se pose tout autrement pour la Chine. L'absence de tout système défini, l'anarchie causée par le nombre presque incalculable des unités de comptes, l'usage, pour l'argent, de lingots incommodes, de poids et de titres incertains et pour le cuivre, de pièces lourdes, encombrantes et souvent suspectes, une conception même de la monnaie qu'on ne trouve que chez les peuples primitifs, font de la réforme monétaire le problème fondamental de la future organisation économique. Comment subvenir aux exigences du commerce et de la finance modernes avec un instrument aussi lourd, aussi malaisé à manipuler et d'une instabilité telle que les plus simples opérations se transforment en spéculations hasardeuses ? Ce n'est pas tout de créer des affaires en Chine, il en faut rendre le succès possible en facilitant les transactions au moyen d'une saine monnaie.

Le premier défaut de l'organisation monétaire du Céleste Empire est, comme nous l'avons dit, dans la conception même de la monnaie. Le Chinois la pèse au lieu de la compter : pour lui elle est un *poids* et non une *valeur*. Le taël, unité de compte, est un lingot d'argent pesant un taël, unité de poids. C'est là une nécessité pratique. Dans tous les pays civilisés, la monnaie ne possède une valeur déterminée que

parce qu'elle contient un poids fixe de métal précieux, mais celui-ci, étant garanti par un gouvernement loyal, personne ne songe plus depuis longtemps, à le vérifier. Ainsi la notion de *poids* a fini par s'éliminer d'elle-même, pour ne plus laisser que la notion synthétique de *valeur* : franc, livre sterling, mark ou dollar. En Chine, au contraire, cette garantie n'existe pas : l'argent n'est pas monnayé et les piastres étrangères qui circulent autour des grands centres sont souvent fausses ; quant aux pièces de cuivre, qui, jusqu'à ces dernières années, n'étaient pas frappées, mais fondues, elles renfermaient jusqu'à du sable. Naturellement, la vérification nécessaire du poids et du titre exclut une des qualités principales de la monnaie ; la facilité de circulation.

La seconde caractéristique de la monnaie chinoise, c'est d'être une monnaie provinciale et même locale, et non une monnaie nationale. Sans doute, elle a des traits communs dans toute l'étendue de l'Empire. Partout, la base du système est le taël, pure monnaie de compte, servant à mesurer ou plutôt à peser les lingots d'argent dont se sert le haut commerce et partout la monnaie réelle, la véritable monnaie usuelle est la sapèque ou cash, pièce de bronze ou de zinc, percée d'un trou carré et employée sous forme de ligatures. Théoriquement même, on peut poser l'égalité : 1 taël = 10 maces = 100 candareens = 1 000 cashs ou sapèques.

Mais quel taël ? Il y en a tant d'espèces que le Chinois le plus érudit ne saurait les compter. On ne peut les distinguer par le nom d'une province, car il y en a une infinité par province, ni même par le nom d'une ville, car certains grands centres en possèdent plusieurs : l'un sert aux Trésor, un second à la Douane, un troisième à la gabelle, un autre dans les relations avec les étrangers, etc... A Hankéou par exemple, il y en a cinq d'un usage courant, sans compter une dizaine d'autres moins employés. Parmi cette multitude, on peut en distinguer trois principaux : le Canton-taël qui, à Shanghaï, sert à peser l'argent venant d'Angleterre, de France ou d'Amérique ; le Sanghaï-taël avec lequel on pèse l'argent chinois ou sycee et le Haïkwan-taël, employé pour le paiement des droits de douane.

Le Canton-taël pèse, en fait, 37,783 grammes ou 1 215 oz. troy ou 538 20 grains. Le Shanghaï-taël est un peu plus léger et le Haïkwan-taël un peu plus lourd : 100 Canton-taëls = 103 1/2 Shanghaï-taëls = 98 Haïkwan-taëls. Quel qu'il soit, le taël n'est qu'une entité. Il n'est pas monnayé, il ne sert qu'à peser l'argent sous toutes ses formes : lingots ou piastres en usage dans les ports ou dans les grands centres.

La sapèque ou *cash* qui est la monnaie courante se présente bien sous la forme d'une pièce et même, depuis quelque temps, d'une pièce frappée avec des machines modernes, mais elle

n'en est pas moins un simple lingot, dont la valeur dépend du poids du cuivre qu'elle contient et même de la distance ou elle se trouve du lieu de fabrication, car on ajoute à sa valeur intrinsèque les frais de transport. Aucun rapport fixe ne la rattache au taël et celui-ci, variant le plus souvent de ville à ville, vaudra ici 1 000 cashs, là 1 030, et ailleurs 1 050. A Hankéou, le 1er janvier 1904, 1 000 sapèques valaient 0,948 Hankéou-taël ; le 31 décembre, elles valaient 0,837 Hankéou-taël, soit une variation de 12 pour 100.

Si nous ajoutons à cela que la valeur de chaque espèce de taël varie naturellement avec les cours de l'argent-métal et que la valeur de la sapèque dépend elle-même de la quantité de pièces en circulation, du titre de l'alliage et du cours du cuivre, nous commençons à entrevoir la prodigieuse instabilité du chaos monétaire chinois. Le nombre de sapèques équivalant à un taël dépend : 1° du taël choisi ; 2° de la valeur de l'argent ; 3° de la valeur de la sapèque. Il y a, peut-on dire, *instabilité dans le temps et dans l'espace* : dans le temps, en raison des fluctations de l'argent et de la sapèque ; dans l'espace, parce que le taël, pris pour base, change suivant les localités.

Il résulte de cette situation que l'importateur chinois doit prévoir un double change : un sur l'extérieur et un sur l'intérieur, et le simple petit commerçant qui achète dans une ville et

vend dans une autre a un change à calculer. Les confusions qui naissent naturellement d'une telle complication sont d'ailleurs habilement exploitées par la friponnerie chinoise qui excelle à tricher sur le nombre et sur la qualité des sapèques. Les percepteurs eux-mêmes, pour un taël qui vaut ordinairement 1 030 cash dans le commerce, en font facilement payer 1 500 et empochent la différence.

À côté de ce système purement indigène, les nécessités du commerce international ont fait admettre la piastre, au moins dans les ports et dans les centres fréquentés par les étrangers. Elle aussi n'est acceptée que comme lingot, soumise à la vérification et, si elle est bonne, marquée d'un signe spécial : *Chop*.

Les Chinois se sont, cependant, rendu compte des avantages qu'elle offrait sur leurs lingots en forme de soulier (shoe) et plusieurs monnaies provinciales se sont mises à en frapper. Un décret impérial du 21 août 1901 a même ordonné aux monnaies du Kouang-Toung et du Hou-Pé, qui s'étaient distinguées par la qualité de leurs produits, d'en augmenter la fabrication et les a admises pour 3 o/o dans le paiement du tribut territorial, de la solde et des approvisionnements des troupes, au taux fixe de 0,72 taël Kou-Ping par piastre. Actuellement, il y a neuf piastres ou dollars principaux en usage, quatre étrangers : l'aigle mexicain, le dollar espagnol des Philippines,

la piastre française de l'Indo-Chine, le yen japonais ; et cinq chinois, des provinces de Kouang-Toung, Hou-Pé, Tchi-Li, Kiang-Nian et An-Nui. Malgré tout, la piastre n'est pas entrée dans les habitudes indigènes, elle est en usage seulement dans les ports et dans les centres fréquentés par les étrangers.

La frappe de ces pièces par les monnaies provinciales ne constitue certainement aucun progrès dans le système monétaire chinois. Différentes suivant leur pays d'origine ou les provinces qui les ont fabriquées, elles n'apportent qu'une complication de plus dans le chaos. Il en est de même du taël que Chang-Chih-Toung, vice-roi du Hou-Pé, a commencé à faire frapper au mois de février de cette année, pesant $37^{gr},3$ au titre de 0,877 et qu'il a chargé la Banque impériale du Hou-Pé de mettre en circulation. Cette dernière expérience pourra cependant donner des indications utiles pour la réforme définitive.

*
* *

L'exposé que nous avons fait du système monétaire chinois montre suffisamment qu'il ne s'agit pas, pour la Chine, d'un simple perfectionnement, comme l'a été, pour beaucoup de pays, la stabilisation d'une monnaie dépréciée. Aucune réforme ne peut être fondée sur le chaos actuel : c'est un système nouveau qu'il

faut créer de toutes pièces. Mais ce n'est pas encore la principale difficulté, et des théoriciens l'ont déjà résolue d'une manière convenable.

Depuis que, dans les traités de commerce qu'elle a conclus avec l'Angleterre et les Etats-Unis, la Chine s'est engagée à reconstituer son régime monétaire, les conseillers ne lui ont pas manqué et nombre d'entre eux, hypnotisés par les résultats obtenus dans certains pays civilisés, ont cru pouvoir prôner l'adoption immédiate de l'étalon d'or avec circulation d'argent.

Si l'on ne peut être que d'accord avec eux sur le principe même de la réforme, il faut bien avouer qu'ils ont travaillé dans l'absolu, sans se rendre compte des difficultés économiques et même purement psychologiques qui doivent ralentir l'application de leur système. A mesure que nous analyserons le mécanisme de la réforme, nous nous rendrons compte des obstacles que susciteront la mentalité retardataire du Chinois, sa conception du crédit et la connaissance trop vague que nous avons de la véritable situation économique de la Chine.

Avant de songer au couronnement de l'édifice, il faut en jeter les fondations, c'est-à-dire modifier la conception monétaire du Chinois, l'amener à l'idée synthétique de valeur, sans passer par celle de poids, lui faire accepter, en un mot, le principe d'une monnaie comptée au lieu d'une monnaie pesée. On ne peut espérer raisonnablement voir une nation routinière

sauter une étape que des peuples à l'intelligence plus alerte ont mis longtemps à franchir.

L'*unification de la monnaie*, principe de tout système bien équilibré, pourra seule avoir raison de ces habitudes séculaires. Quand les indigènes auront essayé cent fois, mille fois, des pièces qui, se présentant toujours sous un aspect identique, auront invariablement le même poids et le même titre, ils finiront bien, quelle que soit leur méfiance, par les accepter sans vérification. Mais ce pourra être assez long, car à l'esprit conservateur s'ajoute l'intérêt de tous ceux qui aiment à pêcher en eau trouble et dont une simplification du système arrêtera les friponneries.

Quelle devra être la future unité monétaire du Céleste Empire ? La meilleure sera celle qui choquera le moins les habitudes du peuple. On ne peut donc hésiter qu'entre la piastre et le taël. La première, si elle a l'avantage d'être monnayée, a le défaut d'être une monnaie étrangère ; elle n'a pas pénétré dans les mœurs et son usage est limité au commerce avec les étrangers. Le taël n'est pas beaucoup plus commode, à cause de sa diversité et de son caractère de simple monnaie de compte, mais il a cette suprématie décisive d'être purement indigène et de porter un nom familier aux oreilles chinoises. Il constitue certainement l'unité monétaire toute désignée, quitte à choisir, parmi ses innombrables variétés, la plus

répandue et la plus facile à réaliser sous forme de pièce.

L'adoption d'une monnaie officielle emporte naturellement un certain nombre de mesures accessoires destinées à assurer sa prépondérance et, peu à peu, son usage exclusif. Elle sera employée obligatoirement dans les rapports entre les particuliers et le Trésor ; l'importation des piastres étrangères devra être prohibée et la frappe des piastres indigènes définitivement supprimée.

La démonétisation des piastres pourra se faire sans qu'on ait à craindre une crise de contraction monétaire, car elles ne représentent qu'un stock relativement peu important. Il suffira d'attendre que les ports et les centres de commerce international soient suffisamment approvisionnés de taëls.

Mais ce n'est pas tout d'unifier la monnaie ; la fabrication et la mise en circulation des nouvelles pièces présentent, en Chine, des difficultés pratiques qu'on ne rencontrerait nulle part ailleurs.

Il paraît évident, tout d'abord, que la frappe ne peut être abandonnée plus longtemps aux soins capricieux et peu désintéressés des vice-rois. L'avalanche de sapèques que les Monnaies provinciales font pleuvoir depuis quelque temps, parce que la frappe leur procure un bénéfice de 40 pour 100, montre ce qu'on peut attendre d'un tel régime. Les deux points

à considérer dans cette question sont : l'autorité, la confiance dont jouira le fabricant des pièces et la puissance dont il disposera pour les faire accepter dans tout l'Empire.

Aucune organisation existante ne réunit malheureusement les conditions nécessaires. Le gouvernement n'est pas suffisamment mêlé à la vie commerciale du peuple et les meilleures banques ne sont que des établissements locaux ou provinciaux, impuissants à réaliser une réforme qui intéresse un pays de plus de 400 millions d'habitants.

C'est là surtout qu'apparaît l'insuffisance de l'outillage économique de la Chine, et c'est pourquoi tous ceux qui ont étudié le problème monétaire ont été amenés à conseiller la création, de toutes pièces, de l'instrument nécessaire à la frappe, à la garantie et à la diffusion de la nouvelle unité monétaire, c'est-à-dire une Banque d'État.

C'est une œuvre formidable que d'amener une telle institution au point où elle pourra être utile à la mise en circulation des taëls frappés, dans toute l'étendue de l'immense Empire, car non seulement, il sera nécessaire de créer partout des succursales, mais il faudra que celles-ci arrivent peu à peu à conquérir la confiance du peuple, en se mêlant intimement à sa vie économique. En Chine, il ne suffirait pas d'afficher la loi monétaire et d'inviter les indigènes à opérer le change de leurs

lingots contre des pièces nouvelles, car leur méfiance instinctive et leur esprit conservateur sont insensibles aux réclames financières et le crédit, chez eux, est strictement personnel.

En réalité, subordonner la réforme monétaire à la création et à la mise en œuvre d'une Banque d'Etat serait en reculer indéfiniment l'échéance et il y a lieu de se demander s'il ne serait pas possible d'utiliser l'outillage actuel, c'est-à-dire les meilleures banques locales, en leur offrant, par exemple, certains avantages dans l'émission des nouvelles pièces, comme on le fait pour une émission de titres. La question n'a jamais été étudiée, mais il nous semble qu'elle en vaudrait la peine, car la possibilité d'employer une combinaison de ce genre ferait gagner un temps considérable. Cela n'empêcherait pas, d'ailleurs, la fondation d'une Banque d'État qui, plus tard, rendrait d'autres services, mais elle aurait alors tout le temps de se développer ; il n'y aurait pas urgence.

Reste à régler la question des sapèques. Leur situation actuelle repose sur deux principes également archaïques ; elles servent de monnaie courante pour tous les usages, sauf pour le grand commerce, et elles sont acceptées pour la valeur du cuivre qu'elles contiennent. On se rend facilement compte du poids de métal que nous devrions porter si nous étions obligés de régler en pièces de 5 ou de 10 centimes seulement nos petites transactions quoti-

diennes. Mais si ces pièces n'étaient prises que pour leur valeur intrinsèque, le fardeau décuplerait et il nous faudrait vraisemblablement le traîner sur une petite charrette. Telle est la situation en Chine.

La création de monnaies divisionnaires, fractions du taël, aura vite fait de réduire les sapèques à leur rôle naturel de monnaie d'appoint.

Mais ce n'est pas suffisant ; pour qu'une monnaie d'appoint soit réellement pratique, il faut qu'elle soit, comme dans tous les pays civilisés, un simple jeton auquel on attribue une valeur fictive, quadruple ou même décuple de sa valeur intrinsèque. On devra donc fixer, entre le taël et la sapèque, un rapport artificiel que l'on maintiendra à l'aide d'une raréfaction relative des pièces de bronze. C'est exactement le contraire de ce qu'on fait maintenant. La fabrication des pièces de 10 sapèques, dans les Monnaies provinciales, est si active que, si l'on en juge d'après le dernier rapport de la *Metallgesellschaft* de Francfort-sur-le-Mein, la Chine, en absorbant pour cet usage une partie de la production cuprifère américaine, est un sérieux élément de la hausse du cuivre. M. W. D. Little, président de la Chambre de commerce de Shanghaï, a calculé que si la fabrication continuait à se développer, il y aurait, dans un an, 40 pièces de 10 sapèques par habitant ! Il y a là une source de nouvelles

difficultés pour l'établissement du futur régime monétaire et la réclamation diplomatique qui s'est produite à ce sujet est parfaitement justifiée.

*
* *

Si nous supposons vaincues toutes les difficultés que nous avons indiquées, la Chine, sortant du chaos, deviendra monométalliste-argent. Pourquoi ne pas aller plus loin et adopter, du même coup, l'étalon d'or, en fixant définitivement la valeur du taël ? Beaucoup de réformateurs n'y ont pas vu d'objection et ont conseillé l'établissement immédiat de l'étalon d'or. M. William D. Little, dont nous parlions tout à l'heure et la Commission américaine pour la stabilité du change international nommée en 1903 à la suite des démarches du Mexique, ont établi des projets détaillés qui, heureusement, ont été accueillis avec un certain scepticisme.

Les auteurs de ces plans semblent ne s'être pas rendu compte qu'adopter dès maintenant l'étalon d'or en Chine serait se lancer dans un inconnu particulièrement dangereux pour les finances du pays. On sait, en effet, que la valeur de la monnaie d'argent ne peut se maintenir d'elle-même à un taux fixe que si la balance générale des paiements est favorable et que, s'il en est autrement, les remises à l'étranger doivent être faites en or, car la mon-

naie blanche serait prise, non pour sa valeur nominale, mais pour la valeur du métal qu'elle renferme. Il est nécessaire, dans ce cas, de constituer à l'étranger et d'entretenir un fonds de réserve en or, sur lequel on tire des traites et dont l'importance doit être en raison directe du déficit économique. Dans ces conditions, si l'on ne veut pas se lancer à la légère dans des dépenses qui peuvent dépasser les ressources du pays, il est nécessaire de résoudre, au moins avec la précision toute relative qui seule peut être atteinte, trois ou quatre questions capitales : Y a-t-il déficit dans la balance générale des paiements ? Quelle somme approximative devra-t-on dépenser annuellement pour faire à l'étranger les remises en or ? Le développement économique du pays permet-il d'espérer qu'il n'y a là qu'une situation transitoire et que le coûteux déficit disparaîtra dans un laps de temps relativement court ? Adopter l'étalon d'or sans avoir préalablement résolu cette série de questions serait s'engager dans un ensemble de dépenses dont on ne peut prévoir ni l'importance ni la durée.

Or, c'est précisément ce qui arriverait pour la Chine. Il est impossible de se rendre compte de sa véritable situation économique. On ne sait même pas de quel côté penche la simple balance commerciale. Les statistiques douanières accusent un déficit qui, en réalité, existe très probablement, mais les renseignements

qu'elles fournissent n'en sont pas moins très incomplets, car le commerce par les frontières terrestres leur échappe, ainsi que la plupart des entrées et des sorties par jonques. A plus forte raison, la balance économique est-elle incertaine. M. Morse, secrétaire du bureau de statistique de l'Inspection générale des douanes à Shanghaï, a tenté récemment d'établir l'actif et le passif de la Chine (1). D'après ses calculs il y aurait à peu près équilibre, mais il avoue lui-même que certaines données sont tout à fait approximatives et que d'autres font totalement défaut. Cette incertitude se retrouve dans les projets de réformes établis par les partisans de l'étalon d'or et dans les critiques qui leur ont été adressées. M. G. B. Palmer, réfutant les doctrines de M. Little, estime que la réserve en or devrait s'élever à 200 millions de taëls. Par contre, les commissaires américains, qui ont réglé minutieusement à priori la formation, l'entretien du fonds d'or et le mécanisme des remises à l'étranger, estiment que 25 millions de taëls seraient suffisants. Qui croire? On a eu le tort de traiter cette question à la légère. Ce n'est pas une raison parce que la Chine est un pays neuf pour ne pas se montrer ménager de ses finances. Elle aura assez d'occasions d'emprunter à mesure qu'elle avancera dans la civilisation et que des besoins nouveaux se feront jour. Cette préoccupation est d'autant plus digne d'être prise en

considération que les finances du Céleste Empire sont grevées lourdement et pour longtemps par l'indemnité que les Puissances ont exigée en 1900, peut-être à tort.

La conclusion qui s'impose au terme de cette étude est la suivante. Le problème monétaire en Chine, malgré les complications de la situation actuelle, est relativement facile à résoudre au point de vue des principes, parce que les expériences faites avec succès dans plusieurs pays, au cours des dernières années donnent des indications très sûres sur le sens des réformes à introduire. Mais ce n'est pas là que se trouve la véritable difficulté ; elle est d'ordre purement pratique. Elle tient, comme nous l'avons montré, à l'esprit rétrograde des indigènes à l'insuffisance de l'outillage économique et au manque de renseignements sur la situation économique de la Chine. En un mot nous savons parfaitement ce qu'il faut faire, mais nous ne sommes éclairés ni sur l'opportunité des mesures à prendre, ni sur les moyens pratiques de les faire réussir.

Il faut donc avouer que le problème monétaire chinois, qui se pose d'une façon si particulière, n'est pas encore suffisamment étudié. A notre avis, la question de l'établissement de l'étalon d'or n'a, pour le moment, qu'une importance secondaire et, par ailleurs, tout le monde étant à peu près d'accord sur le choix de la future unité monétaire, la question qui

demande à être examinée avant toute autre est celle des procédés à employer pour mettre en circulation et faire entrer dans les habitudes économiques du peuple les pièces dont on aura décidé la création. Quand les indigènes seront familiarisés avec le principe et les usages d'une circulation moderne, il sera temps de décider à l'aide des renseignements qu'on aura eu le loisir de recueillir, s'il y a lieu ou non de la stabiliser et on pourra choisir, pour le faire, le moment le plus favorable.

Novembre 1905.

VI

COMMENT SE POSE LE PROBLÈME MONÉTAIRE EN INDO-CHINE

La stabilisation de la piastre — Possibilité de la réforme. — Est-elle opportune ? — Elle aurait pour effet de fixer le change sur les pays à étalon d'or mais de troubler le change sur les pays à étalon d'argent. — Intérêt qu'a l'Indo-Chine à conserver un change fixe sur la Chine.

L'Indo-Chine achève aujourd'hui la première étape de sa réforme monétaire : l'unification et la nationalisation de la monnaie. Aucune mesure sérieuse ne peut être prise avant la réalisation de cette condition. On n'attribue pas une même valeur fixe à plusieurs espèces de monnaies différentes de poids et de titre et, d'autre part, un système qui n'est pas exclusivement national échappe à toute action efficace, puisque la frappe en est incontrôlable.

On peut espérer que, malgré les difficultés provoquées l'année dernière par l'insuffisance du numéraire, difficultés qui ont arrêté la sortie des piastres mexicaines, la piastre française de commerce sera bientôt la seule em-

ployée, surtout si le Gouvernement comprend la nécessité d'activer la frappe (1).

Cette première étape franchie, on devra, avant d'aller plus loin, se poser deux questions bien distinctes. Il ne suffit pas, en effet, de se demander seulement si la stabilisation de la piastre à 2 fr. 40 ou 2 fr. 50 est possible, il faut encore savoir si les effets en seront favorables. Nous sommes tellement habitués à l'idée de la précellence, indiscutable d'ailleurs, de l'étalon d'or que, lorsque son adoption dans un pays quelconque est jugée possible sans trop de frais, il nous paraîtrait insensé de n'y pas recourir immédiatement.

Nous verrons cependant, tout à l'heure, que l'Indo-Chine se trouve dans un cas tout à fait particulier, et qu'il n'est pas inutile d'examiner, à son sujet, l'opportunité de la réforme.

1° *La réforme est-elle possible?* Sans aucun doute, et pour la bonne raison que l'adoption de l'étalon d'or est toujours réalisable, si on veut y mettre le prix. D'une manière générale, en effet, quel que soit le système adopté : étalon d'or avec circulation du même métal ou étalon d'or avec circulation d'argent stabilisée, la difficulté est de même ordre : constituer et conserver un certain stock d'or. La

(1) En vertu d'un arrêté du gouverneur général, en date du 3 octobre 1905, la piastre mexicaine a cessé d'avoir cours légal en Indo-Chine depuis le 1er janvier 1906.

seule différence réside dans l'importance de ce stock. Dans le premier cas, il doit être suffisant pour faire face à tous les besoins du commerce ; nous pouvons d'ailleurs écarter immédiatement cette solution pour l'Indo-Chine, d'abord parce qu'une circulation d'or coûterait trop cher et ensuite parce que tout l'or qui arrive en Extrême-Orient est transformé en bijoux ou en lingots et disparaît dans les trésors particuliers. C'est cette objection, présentée par la Chambre du Commerce de Saïgon, au mois d'août 1886, qui fit abandonner le projet formé par l'administration d'introduire la pièce de 5 francs en or dans la colonie.

La réserve de métal jaune exigée par le second système est moins considérable, car elle n'a pour but que de fournir aux importateurs des remises sur l'étranger, dans le cas où le papier nécessaire au règlement de leurs achats viendrait à faire défaut. En effet, le renchérissement de la monnaie d'argent et sa stabilisation, obtenus par la raréfaction consécutive à la suppression de la frappe libre, ne sont effectifs que dans l'intérieur du pays. Dès qu'on exporte la monnaie, l'étranger n'a pas les mêmes raisons de lui attribuer une valeur exceptionnelle, et il ne l'estime qu'au cours de l'argent sur le marché et suivant le poids du métal qu'elle renferme. Ainsi se trouve détruit le laborieux édifice de la stabilisation ; car les

habitants mêmes du pays n'acceptent plus leur monnaie qu'à sa valeur commerciale : un importateur de Saïgon, par exemple, ne peut consentir à revendre contre des piastres à 2 fr. 50 ce qu'il y a payé en France avec des piastres à 2 fr. 30.

L'épaisseur de cet écran d'or qu'il est nécessaire d'interposer entre l'étranger et la circulation stabilisée ou, en d'autres termes, l'importance du stock de métal précieux destiné à faire face aux demandes de remises sur l'extérieur, variera évidemment suivant la situation économique du pays. Si la balance générale des paiements lui est favorable, il n'aura besoin que d'une réserve relativement faible. Théoriquement même, il n'en aurait pas besoin du tout, mais, en fait, la plupart du temps, les échéances ne coïncidant pas, il lui arrivera, à un moment de l'année, d'être débiteur et il pourra être obligé, malgré le tirage d'un certain nombre de traites à l'avance, de faire des remises de numéraire.

Il en va tout autrement si la balance économique est défavorable : le pays débiteur doit puiser fréquemment dans son stock de métal précieux, sans que rien ne vienne remplacer ce qu'il y prend. La réserve d'or finit par disparaître complètement, à moins qu'on ne la renouvelle. On peut la maintenir, évidemment, mais cela coûte de temps en temps un emprunt extérieur, dont on laisse ordinairement à l'étran-

ger une partie, sur laquelle on tire les traites dont on a besoin.

Un exemple typique de réforme réalisée, on peut dire par violence, nous est donné par le Japon. Ce pays, qui brûle les étapes, a voulu établir l'étalon d'or avec circulation du même métal, de la même manière qu'il gagne les batailles, c'est-à-dire malgré tout et quoi qu'il lui en coûte. Bien que la réforme ait eu lieu à une époque particulièrement favorable, puisqu'en 1897 la Chine venait de lui payer, à titre d'indemnité de guerre, une somme d'environ 900 millions de francs en or, il ne peut maintenir l'or chez lui que grâce à l'emprunt de 50 millions de francs émis en 1902 à Londres et aux emprunts suivants, émis à Londres, New-York et Berlin.

La stabilisation de la piastre est donc possible en Indo-Chine comme ailleurs, mais l'Indo-Chine aura de la peine à entretenir sa réserve d'or. Bien qu'il soit impossible de calculer exactement la balance économique, on a cependant la certitude qu'elle lui est défavorable. Depuis 1900, l'excédent des importations sur les exportations varie entre 30 444 002 francs et 83 805 807 francs. L'année 1904 est cependant un peu plus favorable et le déficit n'atteint que 28 585 818 francs. Il faut ajouter au déficit commercial les 6 millions et demi environ que coûte annuellement à la colonie le service de sa dette et les frets qu'elle

paie aux Compagnies de navigation anglaises, allemandes, françaises et chinoises pour le transport de ses marchandises. Pour contre-balancer ces sorties de numéraire, on ne voit guère que les remises faites aux colons, officiers ou fonctionnaires par leurs parents français, et les appointements d'une partie seulement des fonctionnaires, car les services militaires français et indigènes, étant assurés par la colonie, ainsi que les travaux publics, il n'y a guère que le personnel administratif, dit des services civils, qui soit payé directement par la métropole.

L'Indo-Chine pourrait consacrer à maintenir la fixité du change le solde des emprunts qu'elle possède encore en France, et aussi, comme la Chambre de commerce de Saïgon l'a proposé, employer au même objet les bénéfices réalisés sur la frappe des piastres françaises. Ceux-ci pourraient être relativement assez considérables, si l'on savait acheter l'argent au bon moment : mais ils ne pourront être que temporaires, car la première condition de la stabilisation sera de supprimer les frappes dès que l'approvisionnement en numéraire sera suffisant. On ne peut guère songer, d'autre part, au paiement des droits de douane en or, car ce serait porter atteinte aux importations chinoises, qui se sont élevées, en 1903, à 85 millions environ, soit un total de 204 millions. Il est donc vraisemblable que la réforme apporterait à l'Indo-Chine un surcroît de

charges financières assez lourdes. Si on les accepte, comme nous l'avons dit et démontré, elle est réalisable. Elle serait même facilitée par ce fait qu'il n'y a pas, comme dans beaucoup d'autres pays, pléthore de monnaie.

2° *La réforme est-elle opportune?* Quand nous parlons de stabiliser le change indo-chinois, nous n'envisageons qu'un seul côté de la question. L'Indo-Chine a, en effet, deux changes principaux : le change sur la France et les pays à étalon d'or, qui subit des fluctuations considérables, et le change sur les pays à étalon d'argent, notamment sur la Chine et les grands entrepôts de Hong-Kong et de Singapore (1), qui est fixe puisque, comme dans notre colonie, c'est le régime de la piastre qui y règne.

Bien que la diffusion de la piastre française ait un peu dérangé cet accord et que son cours se soit désolidarisé de celui de la piastre mexicaine à Hong-Kong et à Singapore pour suivre désormais plus étroitement les variations de l'argent métal (2), l'harmonie est encore assez complète pour qu'aucune entrave sérieuse ne soit apportée au commerce avec les pays à étalon d'argent. Or, si la stabilisation était réalisée, les changes indo-chinois seraient renversés : le change sur la France deviendrait

(1) Jusqu'à ce que la réforme y soit pratiquement achevée.
(2) Rapport de la Banque de l'Indo-Chine pour 1904.

fixe, mais le change sur la Chine et les entrepôts deviendraient flottant, comme tous les changes entre pays à monnaie normale et pays à monnaie dépréciée. C'est, d'ailleurs, ce qui est arrivé aux Indes Anglaises, mais les Indes commerçaient davantage avec l'Angleterre, l'Allemagne et la France qu'avec l'Extrême-Orient et leur intérêt était d'adopter l'étalon d'or.

Il n'en est pas de même en Indo-Chine, dont le commerce se distribue d'une manière toute différente. Voici comment se répartissent les résultats de l'année 1903 :

Extrême-Orient.

	Importation.	Exportation.
Chine-Japon.	21 877 745	14 190 983
Hong-Kong.	54 938 800	47 816 514
Singapore.	10 302 853	6 589 718
Birmanie-Siam.	3 905 110	2 029 978
	91 022 508	70 627 193

Europe.

	Importation.	Exportation.
France.	97 396 309	19 470 878
Autres pays.	6 429 626	417 751
	103 825 935	19 888 629

Commerce total avec l'Extrême-Orient : 161 649 701 francs.
Commerce total avec l'Europe : 123 714 564 francs.

Ce tableau n'a pas une valeur absolue, car la statistique des douanes coloniales classe sous

une même rubrique la Chine et le Japon (1) et, d'autre part, il a été impossible d'y faire entrer un article comprenant 9 millions à l'importation, 27 millions à l'exportation et catalogué : « Autres pays d'Asie, d'Océanie, d'Afrique et d'Amérique(!) ». Mais il montre clairement que la véritable base économique de l'Indo-Chine est l'Extrême-Orient et non l'Europe. Il est vrai que le Japon, la Birmanie et le Siam sont à l'étalon d'or, mais ils n'offrent pas de débouchés comparables à celui de la Chine. La supériorité des exportations directes, ou viâ Hong-Kong, dans ce dernier pays, montre que c'est bien là le véritable débouché de l'Indo-Chine. La nature des produits l'indique d'ailleurs assez clairement : le riz, qui fournit à lui seul plus de la moitié des exportations, s'écoule naturellement en Chine.

Si l'on stabilise la piastre, la Chine se trouvera vis-à-vis de l'Indo-Chine dans la situation d'un pays à monnaie dépréciée, ses importations seront gênées par le change et elle restreindra forcément ses achats dans notre colonie. On a même dit qu'une baisse violente de la piastre à Hong-Kong pourrait rendre avantageuses les exportations chinoises en Indo-Chine et que les riz du Céleste-Empire viendraient concurrencer ceux de notre colonie, sur son propre marché. La Chine ne suffisant pas à sa

(1) Le commerce avec le Japon est peu important.



propre consommation, nous ne croyons pas beaucoup à ce danger, mais les autres inconvénients n'en subsistent pas moins.

L'essentiel, dira-t-on, c'est que les exportations de la métropole soient facilitées, et la réforme aura ce résultat? C'est une erreur. Si l'on ne veut pas tuer la poule aux œufs d'or, le seul moyen raisonnable de développer les achats de l'Indo-Chine chez nous, c'est de faciliter ses ventes en Extrême-Orient : l'argent qu'elle vient dépenser en France est celui qu'elle a gagné tout d'abord en Chine.

Stabiliser la piastre serait vouloir détacher l'Indo-Chine de sa base économique naturelle pour la tourner de force vers l'Europe. On ne peut redresser la distribution de son commerce, car le riz a toujours été et sera, au moins dans l'avenir immédiat, sa principale source de richesse. Et même plus tard, lorsque son industrie sera née et que ses mines de houille, de fer et de cuivre seront en exploitation, ce sera encore la Chine, dont le développement économique sera long, qui restera le principal client.

Les intérêts qui ont à souffrir de la situation actuelle sont évidemment très respectables, mais on ne peut, croyons-nous, les mettre en parallèle avec l'intérêt supérieur qu'a la colonie à conserver un système monétaire en harmonie avec celui de son principal client, et il nous semble qu'acheter la fixité du change sur la

France au prix de l'instabilité du change sur la Chine serait payer un peu cher la satisfaction d'une réforme. L'Indo-Chine n'est qu'une annexe économique de sa grande voisine, et la stabilisation de la piastre doit être remise à l'époque où la Chine aura adopté elle-même un régime monétaire définitif.

Nous n'avons discuté que l'hypothèse de la stabilisation, parce que c'est la seule sérieuse. Parmi les projets qui ont été formulés, certains, comme l'adoption de la pièce de 5 francs en argent, ont leur réfutation dans les expériences du passé ; d'autres ne peuvent qu'être considérés avec stupeur, comme la proposition faite par un sénateur, d'établir en Indo-Chine le bimétallisme pur, dit à double étalon, avec frappe libre des deux métaux.

Août 1905.

VII

AUX ÉTATS-UNIS (1)

I. — LES MOUVEMENTS DE L'OR ENTRE LES ÉTATS-UNIS ET L'EUROPE.

Signification des mouvements de l'or. — Influence de la position géographique de New-York. — Périodicité des courants. — *Règlements triangulaires* entre New-York, Londres et Paris.

Pour quelles raisons, à la suite de quelles combinaisons de circonstances, les Etats-Unis sont-ils un des principaux fournisseurs d'or de la France? La question n'est pas indifférente puisqu'elle permet d'étudier les conditions qui rendent possibles certaines opérations de spéculation et d'arbitrages entre New-York et

(1) Les États-Unis ne sont certes pas un pays à change déprécié, mais leur système monétaire n'en est pas moins affecté de vices graves, qui provoquent tantôt des fluctuations extravagantes sur leur marché monétaire, tantôt des exportations d'or anormales. C'est pourquoi, bien que ces inconvénients ne soient que momentanés, il ne nous a pas paru déplacé de leur consacrer quelques pages à la suite de nos études sur les changes dépréciés.

Paris ; elle présente même un intérêt particulier au moment où l'encaisse de la Banque de France atteint un niveau dont elle n'avait jamais approché.

L'intérêt que l'on trouve à observer les mouvements d'importation et d'exportation de l'or ne sort pas de cet ordre purement pratique et il serait dangereux de chercher à en tirer une conclusion générale au point de vue économique. Chaque mouvement considéré isolément par exemple : chaque petite vague d'or qui se détache du continent américain pour rouler vers l'Europe, a sa raison bien déterminée ; le moment de son départ, la direction qu'elle suit, obéissent à des causes précises et ordinairement faciles à vérifier, mais l'ensemble des importations et des exportations d'or envisagées pendant une période plus ou moins longue n'a aucune signification générale. Ainsi, la statistique des mouvements de l'or entre les Etats-Unis et le reste du monde, depuis 1870, présente de si nombreuses et si subites variations qu'il est impossible de les rattacher à quoi que ce soit. D'une année à l'autre, le volume total des échanges d'or tombe, par exemple, de 163 millions de dollars à 68 millions pour se relever aussitôt après à 174 millions et retomber de nouveau à 46 millions. Une année, les exportations sont en excédent de 250 000 dollars; l'année suivante ce sont les importations qui prévalent, et de 142 millions de dollars !

C'est que les influences, qui président à la distribution de l'or dans le monde, sont d'une complexité presque infinie. D'une manière générale, tous les pays à circulation d'or sont solidaires les uns des autres et quand l'un d'entre eux a besoin d'augmenter son stock métallique, soit parce que son activité industrielle et commerciale se développe, soit parce qu'il prépare une grande opération financière comme l'émission d'un emprunt d'Etat, soit pour tout autre motif, c'est aux dépens de ses voisins et en prélevant sur leur propre circulation qu'il accroît ses réserves métalliques. D'autres fois, l'or quitte un pays parce qu'un système monétaire défectueux le met en état d'infériorité. D'autres fois encore, il suit les nécessités du règlement des transactions internationales et c'est là une nouvelle source de complications, parce qu'un pays, surtout lorsqu'il s'agit d'un grand centre de distribution monétaire comme Londres, Paris ou New-York, n'opère pas seulement pour lui-même, mais sert de caissier à un certain nombre d'autres nations, touche le montant de leurs créances, règle leurs dettes, procède à des virements et à des compensations. C'est ainsi que New-York envoie parfois en Argentine pour payer la viande fournie à l'Angleterre, les yens que Tokio avait expédiés à San-Francisco à destination de Londres.

Toutes ces influences se combinent de telle sorte que l'excédent final des importations ou

des exportations d'or n'est susceptible d'aucune interprétation raisonnée. La règle la plus générale que l'on peut donner, et encore n'est-elle pas absolue, c'est que *l'or a une tendance à se transporter là où il trouve les emplois les plus avantageux*.

Ce serait un travail de peu de conséquences pratiques que de poursuivre la vérification de cette loi à travers des statistiques souvent incertaines; nous nous bornerons, et ce sera plus utile, à étudier des faits et à déterminer quelques-unes des influences qui dérivent vers la France la plupart des courants d'or partis de New-York.

* * *

Par suite de sa position géographique, New-York sert d'intermédiaire entre le Japon, le Mexique, l'Amérique du Sud et les Antilles d'une part et l'Europe de l'autre. Le courant des échanges d'or avec l'Amérique du Sud, le Mexique et les Antilles est continuel; chaque semaine, des sommes, souvent peu importantes, arrivent de New-York ou en partent pour ces pays. Les arrivages d'or de Tokio sont également très fréquents. New-York a été choisi par le Japon comme *distributing point* pour ses remises à l'étranger à cause de l'économie de temps réalisée par la traversée en chemin de fer des Etats-Unis, de San-Francisco ou Van-

couver à New-York. L'or, en effet, à l'inverse des marchandises ordinaires, voyage toujours par la voie la plus rapide car le temps qu'il passe en wagon ou en bateau est pour lui du temps perdu, pendant lequel il ne rapporte aucun intérêt. Les remises effectuées par New-York pour le compte du Japon sont parfois considérables : ainsi, le produit de l'emprunt japonais émis en Amérique en mai 1904 servit à payer des achats faits en Argentine et surtout en Europe. Par une bizarrerie que nous expliquerons plus loin, il fut même envoyé à Paris qui l'expédia à son tour à Saint-Pétersbourg pour payer l'emprunt russe.

New-York concentre donc tout l'or envoyé par ces différents pays pour payer leurs dettes à l'Europe. Est-ce à dire que cet or sera forcément embarqué ? Non, New-York fera ce qu'il pourra pour le garder ; il prendra à son compte les dettes qu'il est chargé d'acquitter, les compensera, dans la mesure du possible, avec ses propres créances et il n'enverra l'or qu'à la dernière extrémité, lorsqu'il n'aura plus de papier de change.

C'est ce qui arrive ordinairement au printemps, vers le mois d'avril, mai et juin. A ce moment, se manifeste le premier des deux courants d'or qui s'établissent habituellement, tous les ans, entre les Etats-Unis et l'Europe : l'or vient de New-York au printemps et il y retourne en automne.

Le premier de ces mouvements, l'exportation de l'or américain, est provoqué par ce fait que vers le quatrième ou cinquième mois de l'année, la balance des paiements est ordinairement défavorable aux Etats-Unis, tous les crédits que leur ont procuré à l'étranger leurs exportations, surtout de blé et de coton, étant épuisés. Ils doivent faire, en même temps, des remises à leurs nationaux qui voyagent à l'étranger, et ils envoient des sommes considérables pour acquitter le premier coupon semestriel des titres américains que l'Europe, notamment l'Angleterre et la France, possèdent en grande quantité. A la même époque, les demandes d'or de la part de l'Europe sont très fortes, car c'est le moment des grandes opérations financières : émission des emprunts d'Etat et constitution des Sociétés.

Ce courant d'exportation ne se produit pas toujours mathématiquement à la même époque, il est souvent contrarié et retardé par les combinaisons des banquiers. On en trouve un exemple frappant dans les manœuvres suscitées par le transfert du prix du canal de Panama. L'embarquement de l'énorme masse d'or était prévu par les banquiers de New-York pour les premiers mois de 1904. En prévision de cette opération, tout le papier sur l'Europe fut enlevé longtemps à l'avance et les banquiers se précautionnèrent de larges crédits à l'étranger, afin que le paiement du canal se fasse avec le

moins d'or possible. Mais les difficultés qui accompagnèrent la ratification du traité entraînèrent des retards dans le transfert du prix, si bien que les crédits restèrent longtemps inutilisés. Cependant, à New-York, le change montait, le papier était presque introuvable sur le marché, on s'attendait chaque jour à de fortes exportations d'or et cependant jamais les cours n'atteignaient le gold-point de sortie. On s'aperçut alors que les banquiers tiraient sur les crédits destinés au paiement de Panama et tiraient dans la mesure juste nécessaire pour satisfaire à la demande courante, de manière à maintenir les cours élevés et à céder leur papier dans d'excellentes conditions.

Tous les ans, un phénomène analogue se produit et tend à retarder les exportations d'or. Dès qu'on peut juger de l'état des récoltes et des besoins de l'Europe en blé et en coton, des traites sont tirées à découvert sur le produit futur des ventes d'exportations. On atténue ainsi les sorties d'or du printemps sans arriver d'ailleurs à les supprimer.

Les mois d'août et de septembre ne sont marqués, en général, par aucun mouvement d'or, ni dans un sens, ni dans l'autre. A l'automne, au contraire, se produit le courant qui entraîne l'or de l'Europe aux Etats-Unis. Il est causé par le paiement des récoltes exportées : blé et coton principalement. Son importance est moindre que celle du courant inverse et

tandis que celui-ci arrive en Europe par la France, le mouvement de retour se fait ordinairement par l'intermédiaire de Londres, en sorte que le métal précieux semble faire un voyage circulaire : New-York, Paris, Londres, New-York.

*
* *

Sachant que la plupart des envois d'or de New-York sont destinés à la France, on est assez surpris, en lisant les chroniques monétaires américaines, de constater qu'elles s'occupent fort peu du change sur Paris, mais qu'elles attachent, au contraire, la plus grande attention au cours du sterling, en sorte que les expéditions du métal à Paris ont l'air d'être réglées par le change sur Londres.

Il y a beaucoup de vrai dans cette impression. Londres, chambre de compensation universelle, est bien, au fond, le point sur lequel est dirigé le courant d'or qui apporte à l'Europe les paiements des deux Amériques, des Antilles et du Japon. Mais l'Angleterre est aussi le principal client de la France : tout en lui vendant d'énormes quantités de houilles, de laines et de machines et transportant une partie de ses marchandises, elle lui achète encore davantage de tissus de soie et de laines, de vins, de modes et d'articles de Paris, sans compter que beaucoup de ses nationaux viennent dépenser

chez nous leurs revenus, en sorte que Londres est ordinairement débiteur de Paris et ceci suffit à modifier la direction du courant d'or américain.

Ce phénomène se manifeste ordinairement de deux manières. Dans un premier cas, Londres qui attend de l'or de New-York est sur le point d'en expédier lui-même à Paris. Il a naturellement tout avantage à faire envoyer directement à Cherbourg ou au Havre les dollars américains. On réalise ainsi une double économie de frais de transport et de temps, c'est-à-dire d'intérêts.

Le second cas est fondé sur une relation entre le cours du sterling à New-York et le cours du sterling à Paris. Si le change anglais est cher à New-York et bon marché à Paris, il peut y avoir avantage pour un banquier américain à venir en acheter en France. Il suffit, pour cela, que la différence entre le prix de la livre sterling à Paris et à New-York couvre les frais de transport de l'or et laisse un léger bénéfice à l'opérateur. C'est un cas qui se présente plusieurs fois par an, car Paris, créancier de Londres, est ordinairement bien approvisionné en papier sur cette place, et c'est peut-être la principale raison pour laquelle nous recevons le métal destiné primitivement à l'Angleterre.

D'après le calcul des banquiers de New-York, cette opération peut se faire sans perte

quand la livre sterling vaut respectivement à Paris 25 fr. 13 et à New-York $ 4,87. En effet, en réduisant les dollars en francs, on trouve que la livre vaut alors 25 fr. 22 à New-York, soit 0 fr. 09 de plus qu'à Paris. Cette différence suffit à payer les divers frais occasionnés par le transport et la perte des intérêts pendant le voyage. Dès que la différence augmente et que le sterling tombe par exemple à 25 fr. 12 à Paris ou monte à $ 4,8720 ou 4,8730 à New-York, il commence à y avoir bénéfice à venir l'acheter chez nous.

Un des principaux banquiers de New-York pouvait donc qualifier avec raison de *règlements triangulaires* les paiements qui s'effectuent entre les trois grandes places. Dans le premier cas, c'est Londres qui s'acquitte envers Paris par l'intermédiaire de New-York; dans le second, c'est New-York qui règle Londres par l'intermédiaire de Paris. Le résultat, nous l'avons vu, est toujours un afflux d'or sur cette dernière place. Il est assez difficile de déterminer dans quelle mesure exacte ce courant sert, en définitive, à l'accroissement de nos réserves métalliques. En 1902, 1903 et 1904, les importations d'or américain en France ont été respectivement de 18 774 524, 20 199 981 et 53 479 562 dollars (1). Une faible partie de cet

(1) Ce dernier chiffre est exceptionnel. Il comprend les 10 millions de dollars payés pour le canal de Panama.

or retourne en Amérique en automne ou en hiver pour le paiement du blé ou du coton. Les envois de France à New-York s'élèvent pour les mêmes années, à 1 209 550, 2 855 294 et 4 070 300 de dollars. Mais ce n'est probablement pas tout, car les courants de l'Europe vers les Etats-Unis partent surtout d'Angleterre et beaucoup d'or français doit prendre ce chemin. Quoi qu'il en soit, le gain de métal précieux pour la France doit être encore considérable.

Nous devons signaler maintenant deux faits qui, l'un directement, l'autre indirectement, stimulent la sortie de l'or américain.

Le premier consiste dans une manœuvre particulière de la Banque de France ayant pour but d'abaisser le gold point d'exportation sur la France. Quand le change monte à New-York, la Banque de France fait savoir à ses correspondants aux Etats-Unis qu'elle fera l'avance de l'intérêt des sommes envoyées en numéraire, pour la durée du voyage. Ainsi, au commencement de novembre 1903, l'intérêt avancé fut de 4 et demi pour 100 l'an, pendant dix jours. Comme les intérêts des capitaux pendant la durée du voyage rentrent dans le calcul du point de sortie, celui-ci se trouve abaissé de quelques centimes par la suppression de ce facteur. La Banque se rattrape toujours, car dès qu'elle reçoit télégraphiquement l'avis d'embarquement de New-York, elle utilise les fonds envoyés à un taux rémunérateur.

Le même procédé est employé aussi par la Reichsbank, mais plus rarement, car les relations monétaires entre les Etats-Unis et l'Allemagne sont moins développées.

D'une manière plus générale, l'exportation d'or de New-York est favorisée, surtout depuis deux ou trois ans, par le malaise que cause au marché monétaire, à certaines époques de l'année, une émission exagérée de billets de banque difficilement convertibles.

Les émissions excessives sont facilitées par par le grand nombre de banques nationales qui luttent entre elles pour faire accepter leurs billets par le public, de préférence à ceux des concurrentes, répandant partout des agents chargés de prôner leur crédit et allant même parfois jusqu'à offrir leur papier avec une commission pour celui qui l'échange contre des billets d'une banque rivale. La petitesse des coupures exagère encore leur facilité d'absorption par le public.

Le dommage ne serait pas grand si toute cette circulation avait l'élasticité voulue pour se proportionner aux besoins du commerce et de l'industrie, mais sa contre-partie, constituée, non par du numéraire, mais par un dépôt d'obligations fédérales, manque de liquidité. L'émission des billets peut avoir lieu depuis 1900 jusqu'à concurrence de la totalité de la valeur des titres déposés et quelle que soit leur solidité ; il est évident qu'ils ne sauraient assurer

la convertibilité à vue. Ajoutons que le remboursement des billets trouve un nouvel obstacle dans ce fait qu'il ne peut être effectué qu'au siège de la banque émettrice ou au Trésor à Washington.

Tant que les affaires sont actives et exigent une grande quantité de monnaie, la surabondance de circulation ne se fait pas trop sentir, mais dès qu'un ralentissement se produit, en été, par exemple, les billets, ne pouvant se proportionner aux besoins, restent dans la circulation et c'est l'or inutilisé qui est refoulé dans les grands centres, à New-York principalement. Il se produit alors une véritable congestion du marché monétaire, les fonds disponibles restent inactifs et l'or tend à s'exporter pour chercher un emploi. La gêne est telle dans ces moments-là, que les économistes et les financiers américains considèrent les sorties d'or sur l'étranger comme un véritable bienfait, parce qu'elles dégagent le marché surchargé. Cette crise, qui atteint son maximum d'intensité au moment où se produit ordinairement le courant d'or sur l'Europe, contribue certainement à en accroître le volume.

A l'approche de l'automne, le malaise disparaît ; les récoltes sont faites et l'or reflue des centres vers l'intérieur pour préparer la nouvelle campagne.

Juillet 1905.

2. — Les troubles monétaires aux États-Unis et les défauts de la circulation fiduciaire.

Préoccupations des banquiers américains au sujet de la circulation fiduciaire. — Sa composition hétéroclite. — Elle repose presque entièrement sur le crédit de l'État. — Nécessité de rembourser les billets d'État. — Les billets des Banques nationales. — Inconvénients de la garantie constituée par le dépôt d'obligations fédérales. — Les émissions obéissent à des influences absolument étrangères aux besoins commerciaux et financiers. — Manque de liquidité. — Les remèdes : Liberté d'émission ; projet de M. Shaw ; avantages d'une solution intermédiaire.

A la dernière réunion générale de l'*American Banker's Association,* un des hommes d'affaires les plus clairvoyants des Etats-Unis, M. Frank A. Vanderlip, vice-président de la *National City Bank* de New-York s'exprimait ainsi : « Il n'y a pas un financier européen doué de quelque largeur de vues qui, étudiant impartialement notre système de circulation, n'y découvre des éléments de perturbation, *dynamic possibilities for trouble,* même si les autres conditions générales du pays sont favorables. Bien plus, c'est lorsque toutes les autres conditions sont favorables, que le danger est le plus grand. Maintenant, que nous sommes en pleine prospérité, c'est de ce côté qu'il peut y avoir un piège. Avec notre bonne chance habituelle, nous pouvons éviter un désastre, mais c'est en ce moment, néanmoins, que

nous devrions voir les défauts d'un système qui peut mettre en danger notre position bancaire et retarder sérieusement notre développement commercial. »

Plus récemment, à la Chambre de commerce de New-York, M. Jacob H. Schiff, de la Banque Kuhn, Lœb et Cie, disait qu'une panique était inévitable si l'on ne réformait pas promptement la circulation fiduciaire. Et il citait, à l'appui de ses prédictions, les cours extravagants de 40, 60, 75 et même 125 pour 100, atteints par le *Call Money* à New-York, au mois de décembre dernier, à la suite de demandes provoquées par une hausse au Stock-Exchange, coïncidant avec des besoins monétaires assez pressants dans les régions agricoles. Il aurait pu parler également de ce phénomène d'extravasion qui entraîne parfois l'or américain vers l'Europe, sans que rien, dans la situation monétaire internationale, ne justifie ces mouvements, mais tout simplement parce que, après certaines époques d'activité qui ont exigé de larges émissions de billets, la circulation fiduciaire, devenue inutile, ne se contracte pas assez vite. Le marché monétaire finit par se congestionner et des exportations d'or deviennent nécessaires.

A ces divers exemples, il est facile de diagnostiquer le vice fondamental de la circulation fiduciaire américaine : c'est le manque d'élasticité, la difficulté qu'elle éprouve à se propor-

tionner exactement aux besoins variables de la finance, du commerce et de l'industrie.

Pour s'en rendre compte, il suffit d'énumérer les diverses espèces de billets en circulation aux Etats-Unis et d'indiquer leur origine disparate.

1° *Gold-certificates,* émis en coupures de 20 dollars au minimum, contre dépôt de monnaies et de barres d'or ;

2° *Silver-certificates,* émis en trois séries : 1871, 1880, et 1886. Ils représentent l'argent qu'achetait alors le Trésor en vertu du Bland-Act. Ils sont remboursables en dollars d'argent théoriquement, et en or si on le demande, ce qui est l'habitude. Les coupures sont de 1 à 1 000 dollars ;

3° *Treasury-notes.* Les billets du Trésor ont été émis en vertu du Sherman-Act, pour payer les achats d'argent ordonnés par cette loi. Mêmes coupures que les précédents ;

4° *Billets des Etats-Unis ou greenbacks,* émis pendant la guerre civile en 1862.

Depuis la loi monétaire de 1900, les Treasury-Notes et les Greenbacks sont remboursables en or au moyen d'un fonds de réserve de 150 millions de dollars. Si les monnaies d'or contenues dans cette réserve tombent au-dessous de 100 millions, les remboursements doivent être suspendus et la réserve d'or ramenée à 150 millions par l'émission d'obligations 3 pour 100 remboursables à volonté, après un an ;

5° *National Bank-Notes.* Les billets émis par les 5858 banques nationales doivent avoir comme contre-partie des obligations fédérales déposées au Trésor. Ils ne peuvent être émis en quantité supérieure à la valeur totale, au pair, des obligations déposées, ni au montant du capital de la banque émettrice.

Au 1er novembre 1905, la circulation était composée de la manière suivante :

Gold-certificates. . .	$	479 965 000
Silver-certificates. . . .		471 626 000
Treasury-Notes.		8 594 000
Greenbacks.		340 107 000
National Bank-Notes. . .		512 213 000
Total. . .	$	1 812 505 000

Remarquons, tout d'abord, la charge énorme qui incombe à l'Etat dans la garantie de la circulation fiduciaire. Sur une circulation totale de $ 1 812 505 000, les billets émis par l'Etat entrent pour $ 1 300 292 000, soit plus de 71 pour 100. Il y a là une responsabilité effrayante et l'on peut dire que l'Etat est bien l'organisme le moins capable de la supporter. Devant les demandes de remboursement, il n'a qu'à obéir passivement. Une Banque, surtout si elle est prévoyante, peut se défendre par une élévation du taux de son escompte qui restreint les demandes et attire l'or étranger. L'Etat, lui, n'a qu'une ressource : essayer de se couvrir par un emprunt, comme il a dû le

faire par deux fois en 1894. Ajoutons qu'il est dans l'obligation morale de rembourser en or les Silver-Certificates qui se déprécieraient rapidement en temps de crise, s'il en était autrement.

Si, même, on va plus loin et que l'on considère que la garantie des billets des Banques nationales est constituée par les obligations fédérales déposées au Trésor, on s'aperçoit que, directement ou indirectement c'est sur le crédit de l'Etat que repose tout l'édifice de la circulation fiduciaire américaine.

Les réclamations des hommes d'affaires des Etats-Unis qui conseillent de profiter du beau temps pour réaliser les réformes nécessaires, sont donc parfaitement justifiées. M. Pugsley, à la Convention de l'*American Bankers Association,* tenue à Washington, au mois d'octobre dernier, proposait le retrait des Treasury-Notes et des Greenbacks, au moyen de l'émission de bons à long terme, rapportant un intérêt très bas et pouvant servir à garantir la circulation des banques et leurs dépôts. Ce serait là évidemment une assez bonne solution, mais, pour être complète, il faudrait que cette mesure s'appliquât également aux silver-certificates qui n'ont aucune espèce de raison d'être.

« N'avoir pas leur raison d'être », tel est bien d'ailleurs le reproche qu'on peut adresser à tous ces billets émis directement par l'Etat et insuffisamment garantis. Que représentent-ils ?

Leur origine est, dans certains événements passés de l'histoire politique et économique des États-Unis et non dans des opérations commerciales actuelles qui, seules, devraient être la source véritable des émissions de billets. Ils sont un poids mort qui alourdit la circulation américaine et peut, à un moment donné, l'exposer à de graves dangers.

La partie vraiment vivante de cette circulation est représentée par les billets des Banques nationales. Si leur émission n'était véritablement gouvernée que par les demandes du commerce, l'ensemble du système aurait peut-être une élasticité suffisante, mais l'obligation de couvrir entièrement la circulation fiduciaire par un dépôt de titres fédéraux fait intervenir un certain nombre d'éléments qui n'ont rien de commun avec les besoins économiques du pays et que nous allons analyser rapidement.

Toute restriction imposée à l'émission des billets de banque est inutile et artificielle, mais parmi les limitations en usage dans les divers pays, il n'en est peut-être pas de plus absurde que celle qui résulte implicitement de la réglementation américaine et qui est le montant de la dette fédérale. Il est impossible de découvrir une relation quelconque entre les besoins du marché monétaire et l'étendue de la dette nationale.

S'il ne fallait pas tenir compte d'autres données, ce défaut théorique pourrait n'avoir

pas de grands inconvénients en fait, car la circulation des National-Banknotes est encore loin d'atteindre le montant de la dette fédérale, mais il faut défalquer de celui-ci tout ce qui est classé dans les portefeuilles et ne considérer que la quantité flottante qui se trouve sur le marché. C'est elle qui constitue le véritable maximum.

En effet, lorsque des besoins analogues à ceux qui ont provoqué la crise du mois de décembre dernier surviennent, les Banques qui veulent augmenter leur circulation n'ont d'autres ressources que d'acheter des obligations au Stock-Exchange. Le feront-elles? Tout dépend des cours. Si, précisément, les demandes sont provoquées par une hausse des valeurs, elles trouveront que l'élargissement de leur circulation leur reviendrait trop cher et elles s'abstiendront. Bien plus, si les obligations qu'elles ont déposées au Trésor ont été achetées à des cours inférieurs, elles seront tentées de les liquider, afin de réaliser un bénéfice. Elles auront donc une tendance à restreindre la circulation, juste au moment où, au contraire, il faudrait l'élargir. Il est vrai qu'alors interviendra la loi qui leur défend de retirer pour plus de trois millions de billets par mois, mais nous verrons tout à l'heure que cette loi est elle-même si pernicieuse, qu'il est fortement question de la supprimer.

En revanche, lorsque les fonds fédéraux sont

bas ou lorsqu'il se produit une émission nouvelle, les Banques nationales sont portées à augmenter la circulation en dehors de toute nécessité. De telles émissions abaissent le taux de l'intérêt et lui enlèvent toute signification ; elles troublent les changes, provoquent des exportations d'or et, d'une manière générale, suscitent une hausse injustifiée des prix.

Si tout se passait régulièrement, automatiquement, une circulation exagérée aurait vite fait de se restreindre d'elle-même, mais lorsque les billets veulent rentrer, ils se trouvent en présence de deux obstacles, un obstacle matériel et un obstacle légal. Le premier consiste dans ce fait, que les *bank-notes* ne peuvent être remboursées qu'au siège de la banque émettrice et au Trésor, à Washington. Le second réside dans la défense de retirer pour plus de trois millions de dollars de billets par mois.

Ainsi, tandis qu'il est parfois impossible d'augmenter la circulation quand il en serait besoin, il devient facile, à d'autres moments, de lancer et de maintenir presque de force, sur le marché, une quantité de billets exagérée. On devine quelle arme ce système met aux mains des financiers puissants et souvent peu scrupuleux d'outre-mer ? Veut-on faciliter une grosse émission ou une campagne de hausse au Stock-Exchange ? On provoque une abondance artificielle de l'argent, quitte à voir ensuite les prix s'effondrer, lorsque les demandes

sérieuses auront appelé à d'autres usages l'argent momentanément en excès.

Comment remédier à cette situation et donner à la circulation fiduciaire plus d'élasticité dans les deux sens ? Le remède le plus généralement approuvé est la liberté d'émission : autoriser les banques à émettre des billets, non pas contre la garantie d'obligations fédérales, mais tout simplement contre l'ensemble de leurs ressources et supprimer, en même temps, la restriction apportée à la rentrée des billets.

Le secrétaire du Trésor, M. Shaw, s'élève contre ce système, qu'il estime dangereux pour la solvabilité des banques et pouvant conduire à l'inflation monétaire. Il propose d'autoriser les banques à accroître leur circulation de 50 pour 100 au-dessus de la circulation garantie par les dépôts d'obligations, moyennant imposition d'une taxe de 5 à 6 pour 100 sur le surplus, comme en Allemagne.

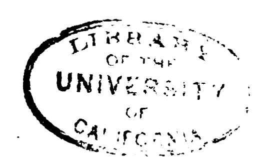
On a parlé également d'autoriser les Banques à déposer en garantie un certain nombre de titres autres que des obligations.

A notre avis, ces dépôts en couverture de la circulation devraient disparaître complètement. Ils sont illogiques et dangereux, parce qu'ils font dépendre le volume de la circulation de la situation du Marché des valeurs.

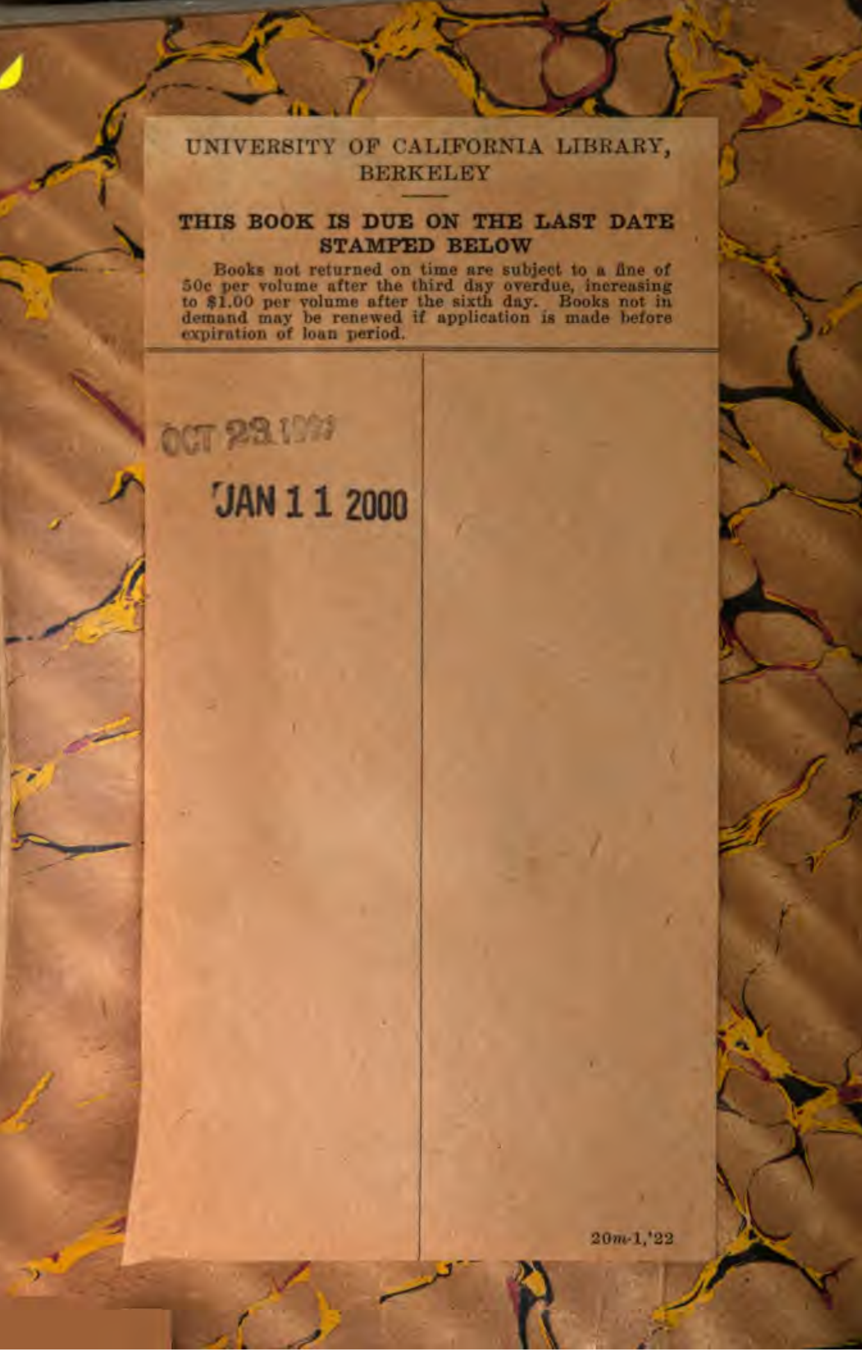
Nous préférerions une combinaison de la liberté d'émission et du système Shaw : autoriser les banques à émettre des billets contre

leurs ressources propres et imposer un droit de 5 ou 6 pour 100 sur le surplus de la circulation lorsque serait dépassée une certaine proportion entre celle-ci et l'encaisse métallique. Ce n'est pas que nous soyons partisans de la limitation du droit d'émission, mais le nombre considérable des Banques nationales et les mœurs un peu hardies de la finance américaine exigent certaines précautions.

Janvier 1906.



CHARTRES. — IMPRIMERIE DURAND, RUE FULBERT.




YB 67
HG 221
.F3
158828
Favre

